

ÍNDICE

Página

ARTÍCULOS

- El acuerdo unánime de celebrar Junta Universal en la Sociedad Anónima. Aspectos materiales y formales. *Mario Sánchez Linde* .. 7
- Reuniones informativas con analistas, inversores institucionales y otros profesionales. (Análisis de las recomendaciones de la CNMV). *Daniel Rodríguez Ruiz de Villa* 49
- Responsabilidad de la entidad directora por las falsedades u omisiones contenidas en el folleto informativo de una emisión u oferta pública de venta de valores. *Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda* 67

CRÓNICA

- La comunicación de los titulares de acciones para su participación por medios telemáticos en la Junta General de las sociedades cotizadas. *Carlos Loring Rubio* 115
- Requisitos fiscales y proceso cambiario. *Federico Adán Doménech* . 125

JURISPRUDENCIA

- Cuotas participativas de las cajas de ahorros. *Manuel Martínez Mercado* 147

NOTICIAS

1. Desarrollo de la Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros por el Reglamento (CE) n.º 1287/2006 de la Comisión y por la Directiva 2006/73/CE de la Comisión. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	173
2. Las sociedades de responsabilidad limitada podrán crearse a través de internet mediante el Documento Único Electrónico. <i>Juan Ignacio Signes de Mesa</i>	176
3. Nuevas exigencias informativas para las transferencias de fondos comunitarias. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	178
4. Francia: jurisprudencia en torno a la responsabilidad bancaria por concesión de créditos excesivos. <i>David Pérez Millán</i>	179
5. La implicación de los trabajadores de la sociedad anónima europea en la Ley 31/2006 de transposición de la Directiva europea. <i>Gaudencio Esteban Velasco</i>	180
6. Informe preliminar sobre la regulación de los mercados de capital norteamericanos. <i>Isabel Fernández Torres</i>	194
7. Informe de la Comisión Europea sobre la transposición de la Directiva de OPAs. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	201
8. La Circular 3/2006 de la CNMV sobre folletos explicativos de las instituciones de inversión colectiva. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	202
9. Circular del Banco de España sobre información a rendir por la Sociedad Española de Sistemas de Pago. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	205
10. IV Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil. <i>David Pérez Millán</i>	206
11. La reforma de la legislación de defensa de los consumidores y usuarios. <i>Javier Martínez Rosado</i>	213
12. Jornada sobre el buen gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. <i>Esther Hernández Sainz</i>	227
13. El Banco de España aprueba nuevas reglas para el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	237
14. La SEC impulsa cambios en la auditoría de sociedades cotizadas. <i>Mónica Fuentes Naharro</i>	238

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía	243
--------------------	-----

ARTÍCULOS

EL ACUERDO UNÁNIME DE CELEBRAR JUNTA UNIVERSAL EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA. ASPECTOS MATERIALES Y FORMALES

MARIO SÁNCHEZ LINDE

Profesor Asociado UCLM. Abogado

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
 - II. LA DECISIÓN COLECTIVO-UNÁNIME DE CELEBRACIÓN DE JUNTA UNIVERSAL.
 - III. LOS SUJETOS PARTICIPANTES EN LA DECISIÓN.
 - IV. MOMENTO DE PERFECCIÓN DEL ACUERDO UNÁNIME.
 - V. EL ACUERDO UNÁNIME DE CONSTITUIRSE EN JUNTA Y EL ORDEN DEL DÍA DE LA MISMA. ASPECTOS PROCEDIMENTALES.
 - VI. A MODO DE CONCLUSIÓN.
 - VII. NOTA BIBLIOGRÁFICA.
-

I. INTRODUCCIÓN

El artículo 99 de la Ley de Sociedades Anónimas (Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, en adelante LSA), dentro del Capítulo V (“De los órganos de la Sociedad”), Sección I (“De la Junta General”), se expresa en los siguientes términos:

“No obstante lo dispuesto en los artículos anteriores, la junta se entenderá convocada y quedará validamente constituida para tratar cualquier asunto siempre que esté presente todo el capital social y los asistentes acepten por unanimidad la celebración de la junta”.

RDBB núm. 105 / Enero-Marzo 2007

Este precepto exige que para que se constituya Junta General de socios, sin existir las formalidades de la convocatoria y la publicación de la misma, todos los accionistas de la sociedad se encuentren presentes, y acuerden o decidan todos ellos celebrar y constituir *in situ* la Junta de socios de la sociedad a la que pertenecen ⁽¹⁾. Nos encontramos, evidentemente, ante la denominada Junta Universal, figura de larga tradición en la práctica societaria española y diseñada básicamente para que las sociedades anónimas cerradas o de pequeñas dimensiones puedan celebrar efectivamente Junta ⁽²⁾, como ya se ha adelantado, al margen de las rígidas normas de convocatoria generales recogidas en los artículos 99 y 98 de la propia LSA ⁽³⁾.

La poca concreción y evidente limitación del texto del artículo 99 de la LSA viene a implicar ciertas incógnitas, y en primer término surge la duda de cuáles deben ser específicamente los sujetos participantes en la decisión unánime. Nótese que el precepto utiliza expresiones como “todo el capital social” y “los asistentes”, dejando en interrogante la posible participación en el acuerdo unánime, por ejemplo, de los accionistas sin voto, o los usufructuarios o acreedores pignoratícios de acciones, así como de los representantes de socios *ex artículo 106 de la LSA*, o incluso la posible intervención en el acuerdo unánime de los socios ausentes a través de medios “extraasamblearios” o a distancia, con base en el contenido del artículo 105.4 de la LSA. Igualmente, el texto legal implica indeterminación en cuanto a cuál es el momento concreto en que la Junta ha de entenderse existente, esto es, el momento de perfección del acuerdo unánime.

(1) Con un contenido idéntico al actual artículo 99 de la LSA se presentaba el artículo 55 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, a excepción de que esta última se refería al *presente capital social “desembolsado”*. Aunque en cualquier caso, y como ya señalaba la Doctrina, utilizar una u otra expresión es indiferente a la hora de contemplar válidamente la constitución de la Junta Universal, pues exigiéndose expresamente en la Ley de Sociedades Anónimas la suscripción íntegra del capital social y el desembolso mínimo a cada suscriptor del valor nominal de la acción, en todo caso se garantiza la presencia de todos los accionistas (HERNÁNDEZ MARTÍ, J., “La Junta General de la Sociedad Anónima”, *RGD*, mayo de 1993, p. 4776). *Vid.* también RDGRN de 4 de octubre de 1991 (R. 7492) y de 20 de febrero de 1991 (R. 1690).

(2) La figura de la Junta Universal es ampliamente reconocida y regulada por la generalidad del derecho continental europeo. Véase el artículo 701 del Código de Obligaciones suizo, así como el artículo 121.6 de la *AktG* alemana y el artículo 225.104 del Código de Comercio francés. Igualmente destaca el artículo 2366 (párrafo 4.º) del *Codice Civile* italiano.

(3) *Vid.*, por todos, GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid, 1952, p. 273; y GARRIGUES-URÍA, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1976, p. 622. En derecho italiano SCORZA, “Osservazioni in tema di assemblea totalitaria”, en *Riv. Soc.*, 1967, pp. 1232 y ss.

De la misma forma, la parquedad de la ley en cuanto a determinar cómo ha de adoptarse el acuerdo unánime puede implicar vicisitudes y dificultades operativas⁽⁴⁾, máxime cuando la Junta de socios aún no está conformada como órgano colegiado y, por tanto, no serán aplicables para la adopción de este acuerdo las normas materiales y formales de la LSA que de manera general rigen el desarrollo procedimental del colegio. Igualmente, ha de notarse que tampoco existirá aquí la intervención organizadora del director de dicho colegio, esto es, el Presidente de la Junta, pues hasta que los socios asistentes (todos los de la sociedad) acuerden unánimemente el constituirse en Junta, el órgano no ha nacido, y por tanto, no ha pasado a tomar posesión de su cargo el Presidente del mismo⁽⁵⁾. Ciertamente, dentro de la dinámica de la “Junta universal” asistimos a un supuesto donde los socios deben tomar, de manera colectiva y antes de la constitución del órgano, un acuerdo en el que se recoja la decisión unánime de constituirse en Junta General, y todo ello sin existir aún el órgano “Junta”, puesto que precisamente la decisión que pretenden tomar es aquello que propiciará la constitución válida de dicho órgano. O dicho de otra forma, en este caso contemplamos una decisión colectiva que han de tomar los socios antes de que la Junta esté constituida como colegio⁽⁶⁾, pues el hecho de su decisión —en este caso unánime— es precisamente el requisito imprescindible para que el colegio llegue a nacer, configurarse o existir⁽⁷⁾.

(4) Las cuales se analizarán *infra*.

(5) Es más, la falta o ausencia de Presidente de la Junta, por sí sola, ya propicia la inexistencia de Junta como auténtico órgano colegiado, conforme a lo que opina la generalidad de la Doctrina. Así, URÍA/MENÉNDEZ/MUÑOZ PLANAS, *La Junta General de accionistas* (artículos 93 a 122 de la LSA), Civitas, Madrid, 1992, p. 226, y MORRAL SOLDEVILLA, R., “La convocatoria de la Junta General de accionistas. Algunos problemas en torno a su régimen jurídico”, en *Libro Homenaje al Prof. Sánchez Calero*, vol. II, Madrid, 2002, p. 1220 y ss. Igualmente para la Sociedad Limitada, CABANAS TREJO, en AA.VV., *La sociedad de responsabilidad limitada*, t. I, Madrid, ed. Colegios Notariales de España, 1995, pp. 294 y 295; y en lo que a doctrina extranjera se refiere, TRIMARCHI habla de “deliberación inexistente” cuando en la asamblea que la ejercita no está presente al menos un socio, ni el “legittimo presidente dell’assemblea”; en estos casos el autor califica la situación como de “apariencia de deliberación”, aunque en referencia más bien a supuestos de irregularidades de constitución de la Junta (TRIMARCHI, *Invalidità delle deliberazioni di assemblea di società per azioni*, Giuffrè, Milán, 1958, p. 65).

(6) Véase, por contra, cierta doctrina italiana que considera la existencia de “adunanza” en el momento en que haya más de dos socios reunidos en un mismo lugar (PETTITI, “Note sul Presidente dell’assemblea di società per azioni”, en *Riv. Soc.*, 1963, pp. 490 y 491). *Vid.* igualmente FERRARA y CORSI (*Gli imprenditori e le società*, Milán, 1994, p. 525).

(7) *Vid.* la diferenciación conceptual que realiza GIRÓN entre la Junta Universal como órgano social y la sociedad anónima misma, aunque esté presente, como en este caso, la totalidad de los socios y capital pertenecientes a ella. Y esto, según este autor, “pues sólo algunas reglas sobre legalidad de funcionamiento —las de convocatoria— se omiten” (GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades...*, cit., p. 274).

II LA DECISIÓN COLECTIVO-UNÁNIME DE CELEBRACIÓN DE JUNTA UNIVERSAL

En general, y como puede observarse del texto de la ley, no es suficiente que todos los accionistas de la sociedad se encuentren reunidos físicamente, sino que también es requisito imprescindible que acuerden celebrar la Junta todos y cada uno de ellos, esto es, por unanimidad. En general, la Doctrina ha opinado que la LSA establece la unanimidad para esta decisión —que también, por qué no, podría haberse implantado legalmente como mayoritaria— por causa de la posible indefensión ante la que puede encontrarse el socio obligado a votar acuerdos no conocidos de antemano. Nótese que no existe para esta Junta un orden del día publicado previamente, pues se han obviado los procedimientos generales de convocatoria, que incluyen la redacción y publicación de un orden del día. Así, si en realidad la finalidad principal y esencial de la convocatoria es el aviso al socio de que se van a tramitar cuestiones que afectan a sus intereses⁽⁸⁾, la inexistencia del aviso podría suponer que aquél se vea obligado a debatir y votar sobre asuntos sobrevenidos e inesperados, de los cuales podría no estar debidamente informado, o afectar a sus intereses. De esta forma, procede otorgar al socio un instrumento para evitar la celebración de la junta y no quedar vinculado, por tanto, a hipotéticos acuerdos que se tomaran sin haber podido participar adecuadamente en los mismos por carecer de las adecuadas garantías informativas⁽⁹⁾. A ello responde el principio de la unanimidad, pues si la existencia de la figura de la Junta Universal responde a unos criterios básicamente prácticos, esto es, permitir a las sociedades anónimas de pequeño tamaño —donde los requisitos de convocatoria resultan exagerados— celebrar Juntas de socios de manera fluida, el requisito de la aceptación unánime para celebrar Junta Universal se convierte en el medio para salvar los problemas de desinformación e indefensión del socio que difiere o disiente de

⁽⁸⁾ Como ha señalado SCORZA, reseñando la ausencia de interés de los terceros ajenos a la sociedad en la celebración de la Junta, interesándoles a aquéllos solamente el acuerdo resultante de la misma (SCORZA, “Osservazioni in tema...”, cit., pp. 1191 y 1192).

⁽⁹⁾ En contra FOSCHINI, cuando opina que el derecho de asistencia puede ser y es distinto al de discusión, en cuanto que el socio puede tener el único interés de asistir a la reunión para enterarse de lo que allí sucede, sin adoptar una participación activa en ella (FOSCHINI, “Sul diritto di discussione in assemblea”, en *Riv. soc.*, 1962, pp. 54 y ss.). Cfr. GIERKE, *Derecho Comercial y de la navegación*, Buenos Aires, 1957, p. 453.

celebrar esa junta, básicamente por problemas de desinformación⁽¹⁰⁾, pero hemos de entender que también por cualquier otro motivo que él mismo considere oportuno.

Así pues, la hipotética celebración de Junta “Universal” de socios en la Sociedad Anónima implica la exigibilidad de dos factores, que deben darse de manera conjunta: 1) que todo el capital social suscrito de la sociedad esté presente de manera efectiva, a través de su dueño o poseedor, y 2) que ninguno de ellos se oponga a que se celebre la Junta de accionistas en ese momento⁽¹¹⁾, sin necesidad —al menos aparente— de tener que justificar o explicar su negativa, que normalmente se basará en motivos de desinformación y falta de preparación para la inminente Junta, pero también, como se ha dicho, podrá estar basada en cualquier otro motivo⁽¹²⁾.

Sin duda, la atribución de la unanimidad por parte de la ley para esta decisión colectiva obedece a esta razón *de fondo* o material mencionada, pero posiblemente también puede obedecer a razones *de forma*, en el siguiente sentido. Dado que esta es una decisión que deben adoptar los socios “ellos solos” —pues la Junta aún no ha nacido como órgano colegiado— el legislador, consciente de ello, les ofrece un modo decisorio, la unanimidad, mucho menos dificultoso en cuanto a su operatividad y comprobación que el principio mayo-

(10) *Vid.*, por todos, GIRÓN TENA, quien indica que “la legalidad de funcionamiento de los órganos no puede ocultar su finalidad instrumental que es, en este caso, hacer posible la participación de los socios debidamente informados —puesto que de la infracción de las reglas de convocatoria se trata— y ello se consigue mediante la presencia de los socios que consienten en celebrar la Junta” (GIRÓN, *Derecho de Sociedades...*, cit., p. 273). En opinión incluso de cierta doctrina, esta desinformación potencial del socio en la Junta Universal debería impedir que se tomaran acuerdos sobre asuntos de especial importancia, como por ejemplo los relacionados con la Fusión o las modificaciones estatutarias (VICENT CHULIÀ, *Compendio Crítico de Derecho Mercantil*, Barcelona, 1991, p. 581). *Vid.* también OTERO LASTRES, J.M., “El Requisito de la aceptación unánime en la Junta Universal de la Sociedad Anónima”, en *Libro Homenaje al Prof. Sánchez Calero*, vol. II, Madrid, 2002, p. 1243.

(11) Constituye materia pacífica y consolidada en la Jurisprudencia que las dos circunstancias (reunión de todo el capital social y aceptación unánime de celebrar Junta) son factores que deben darse conjuntamente (*vid.*, entre otras, STS de 27 de octubre de 1964 y STS de 28 de febrero de 1989). Es más, el propio Tribunal Supremo califica de “radical” la nulidad de la Junta derivada de la falta de unanimidad por parte de todos los accionistas (STS de 21 de octubre de 1994). *Vid.* también SCORZA, “Osservazioni in tema...”, cit., p. 1199.

(12) Aunque la falta de información del socio sea el motivo principal para no unirse a la unanimidad, y esto no se deduzca del parco contenido del artículo 99 de la LSA, puede deducirse con más claridad de otros textos legales, principalmente en el artículo 2366 del *Codice Civile* italiano, que expresa textualmente que “...l’assemblea si reputa regolarmente costituita, quando è rappresentato l’intero capitale sociale e partecipa all’assemblea la maggioranza dei componenti degli organi amministrativi e di controllo. Tuttavia in tale ipotesi ciascuno dei partecipanti può opporsi alla discussione degli argomenti sui quali non si ritenga sufficientemente informato...”.

ritario. Realmente, es sabido que la unanimidad funciona de un modo *automático* y fácilmente *comprobable* por todos, dado que se malogra en cuanto algún participante expresa (en la forma que sea) en la colectividad su no comunión con los demás en cuanto al asunto a aprobar. Así pues, en lo que esta decisión colectiva se refiere, probablemente la ley también pretende ofrecer una pauta de actuación clara y sólida, más segura que las decisiones mayoritarias, cuya aplicación exige mayores formalidades y requisitos procedimentales dentro de la colectividad⁽¹³⁾.

De esta forma, dado que el órgano colegiado —Junta— aún no está conformado, la ley, además de otorgar al socio la posibilidad de vetar una reunión para la cual quizá no está preparado, también pretende otorgar a los accionistas reunidos, cuando sean anuentes, quizá el único medio *razonablemente fiable* para tomar sus decisiones “ellos solos” al margen del seno de la Junta constituida, y por tanto, fuera de las normas procedimentales marcadas por la propia LSA, y fuera también del poder organizador y de control que ejerce el órgano rector de dicha Junta, cual es el Presidente. Ello no quiere decir que la exigencia de acuerdo unánime para celebrar Junta sea una mera cuestión procedimental o de funcionamiento, pues como es sabido Jurisprudencia consolidada afirma que la aceptación unánime de la condición de “universal” de una Junta en ciernes supone el automático y total desistimiento, por parte de todos los asistentes, de una futura impugnación de los acuerdos adoptados en cuanto a motivos fundados en defecto de convocatoria⁽¹⁴⁾.

En el mismo orden de ideas, y dentro del análisis de la decisión unánime colectivamente adoptada por los socios que exige el artículo 99 de la LSA, debe remarcarse que el acuerdo unánime de los accionistas no solo ha de referirse a la intención de convertir esa reunión espontánea en una auténtica Junta, sino que también conlleva la decisión por unanimidad de los puntos del orden del día, esto es, los asuntos que se van a debatir y votar en dicha reunión. Todo ello no se manifiesta expresamente en la redacción del artículo 99 de la LSA, pero

(13) En este sentido *vid.* JUSTE MENCÍA, quien expresa que el legislador recurre a la organización colegial del órgano en los casos en los que él mismo —por razones de política legislativa— implementa el principio de decisión mayoritario. Y ello es así porque las rigurosas garantías procedimentales y formales que implica el método colegial son mucho más adecuadas para estos supuestos donde se decide por mayoría, en los cuales ciertos sujetos pueden verse vinculados en sus bienes y derechos a pesar de no prestar su voluntad —en contra de las reglas generales en derecho privado— [JUSTE MENCÍA, “Derechos de Minoría”, en *Derecho de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, AA.VV., (coord. RODRÍGUEZ ARTIGAS, F.), vol. I, McGraw-Hill, Madrid, 1996, pp. 707 y ss.].

(14) *Vid.*, entre otras, STS de 14 de febrero de 1989 (R. 835).

dicho condicionamiento se encuentra comúnmente aceptado por la Doctrina y Jurisprudencia nacionales⁽¹⁵⁾.

Efectivamente, ya bajo el imperio de la LSA de 1951, para la interpretación de su artículo 55 —precepto equivalente al artículo 99 de la LSA actual—, la mayor parte de la Doctrina entendía que la aceptación unánime por parte de los asistentes debía referirse tanto a la celebración de la junta como a los asuntos del orden del día⁽¹⁶⁾. En general, la cuestión de la necesaria adopción unánime también de los puntos integrantes del orden del día es una cuestión aceptada comúnmente en la actualidad, máxime con la promulgación de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 1995 (LSRL), que en su artículo 48.1 establece textualmente que “La Junta General quedará validamente constituida para tratar cualquier asunto, sin necesidad de previa convocatoria, siempre que esté presente o representada la totalidad del capital social y los concurrentes acepten por unanimidad la celebración de la reunión y *el orden del día de la misma*”. En este mismo sentido, destaca también el contenido del artículo 97 del Reglamento del Registro Mercantil (RD 1784/1996, de 19 de julio, en adelante RRM), cuando en sus apartados 3.º y 4.º del precepto exige que en el acta de la junta universal conste a continuación de la fecha y el lugar de celebración “el orden del día de la Junta”, junto con el nombre de los asistentes, “que deberá ir seguido de la firma de cada uno de ellos”. Y aunque es cierto que muchos autores consideran que la norma que establece esta exigencia es absurda⁽¹⁷⁾, del texto legal que requiere la constancia en el acta de los puntos del orden del día y firma de todos los asistentes se deriva que el espíritu de la ley implica que la unanimidad ha de extenderse también a la confección del orden del día.

Así pues, y en lo que a nuestro estudio se refiere, deben examinarse las vicisitudes y especialidades de la decisión colectivo-unánime *que acuerda* la celebración de la Junta de accionistas, pero además debe ser atendida la decisión paralela a esta última que acuerde *ex ante*, y de manera también *unánime*, los asuntos que serán el orden del día de la *futura e inminente* Junta⁽¹⁸⁾. Y ello

(15) Vid. entre otros SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil*, t. I, 22.ª ed., Madrid, 1999, p. 354; y STS de 23 de diciembre de 1997 (R. 9189).

(16) Así, URÍA (en GARRIGUES/URÍA, *Comentario...*, cit., p. 626) afirmaba textualmente que “la aceptación unánime de los asistentes debe referirse también a los asuntos sometidos al conocimiento y deliberación de la junta”. Igualmente BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho Mercantil*, 7.ª ed., Madrid, 1987.

(17) LUCAS FERNÁNDEZ, F., *Temas sobre sociedades Anónimas. Escrituras de Constitución. Ampliación de capital*, Edersa, Madrid, 1991, p. 446.

(18) Sorprendentemente en contra, la Audiencia Provincial de Madrid indica que para la validez de la celebración *in actu* de la Junta Universal resulta innecesaria, a modo de requisito complementario, la aceptación del orden del día por la totalidad de los accionistas, pues esta voluntad concorde ha de venir referida a la realización de la Junta y no a los temas a tratar [SAP Madrid (Sección 13.ª) de 2 de marzo de 2000 (R. 2137)].

sabiendo que en la práctica, la mayoría de las Juntas universales celebradas conllevan la existencia previa de una convocatoria informal, la cual incluye un orden del día provisional u “oficioso”.

Ahora bien, la existencia de convocatoria informal y orden del día “oficioso” —práctica reconocida tanto por la Doctrina como por la DGRN⁽¹⁹⁾— no implica que dicho orden del día no deba aprobarse también de manera unánime por los asistentes. Ciertamente, una vez acreditado el conocimiento de los socios del orden del día “oficioso” podría argumentarse que la propia asistencia de los mismos a la reunión ya supone una aprobación implícita del orden del día. Sin embargo ha de procederse siempre a la aprobación unánime del orden del día, aunque ésta fuera meramente formal, máxime sabiendo que siempre es posible que algún presente haya asistido desconociendo el orden del día provisional u “oficioso”. Sin duda entender por aprobado automáticamente el orden del día “oficioso” por el hecho de la mera asistencia de todos los presentes implicaría una indefensión del socio asistente no conecedor de aquél⁽²⁰⁾.

III. LOS SUJETOS PARTICIPANTES EN LA DECISIÓN

Procede ahora analizar técnicamente quiénes son los sujetos que han de adoptar el acuerdo unánime o, si se quiere, deben sumarse o participar en la

⁽¹⁹⁾ Entre otros BROSETA, *Manual de derecho mercantil*, t. 1, Madrid 2002, pp. 394; URÍA/MENÉNDEZ/MUÑOZ PLANAS, *La Junta General...*, cit., p. 101; GARRIGUES, *Curso de Derecho Mercantil*, Bogotá, 1987, p. 197; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., *La representación de los accionistas en la Junta General de la Sociedad anónima*, Madrid, 1990, p. 65; VALLET DE GOYTISOLO, “La publicidad en la convocatoria de las Juntas generales y las llamadas juntas universales (glosas a los artículos 53 y 55 de la ley de régimen jurídico de las sociedades anónimas)”, en *RdM*, 1952, p. 313 y 315. Igualmente RDGRN de 4 de mayo de 1981.

⁽²⁰⁾ De cualquier forma, recientes pronunciamientos jurisprudenciales han cuestionado o matizado la necesidad de acuerdo unánime para los puntos del orden del día, en el sentido de poder aplicar para ellos el principio mayoritario. Así, la Sentencia del Tribunal Supremo de 31 de mayo de 1999 (R. 4282) estableció que la unanimidad sólo era necesaria para decidir constituirse los socios en Junta (esto es, sólo había que decidir unánimemente que la reunión espontánea se convirtiera en junta de accionistas), y no para la decisión de los asuntos del orden del día, que podrán adoptarse posteriormente por mayoría. Sin embargo, esta decisión jurisprudencial ha sido criticada por la Doctrina (en especial OTERO LASTRES, J.M., “El requisito de la aceptación unánime...”, cit., p. 1229 y ss.), quien entiende que la interpretación que hace el Alto Tribunal del artículo 99 de la LSA es incorrecta y forzada, pues el orden del día de la Junta universal es una cuestión que los socios deben tomar antes de que la Junta esté constituida como órgano colegiado. Fundamenta su crítica OTERO LASTRES en la idea de que básicamente la sentencia del Tribunal Supremo confunde y entrecruza los estadios de desarrollo de la Junta general de accionistas de la Sociedad Anónima, cuales son, como indica este autor, “convocatoria”, “constitución”, “deliberación” y Acuerdos” (OTERO LASTRES, *ibidem*, p. 1232, siguiendo a SÁNCHEZ CALERO, F., en *Instituciones de Derecho Mercantil*, t. I, 22.^a ed., Madrid, 1999, pp. 353 y ss.).

unanimidad. Recuérdese que el artículo 99 de la LSA expresa literalmente que “No obstante lo dispuesto en los artículos anteriores, la junta se entenderá convocada y quedará validamente constituida para tratar cualquier asunto siempre que esté presente todo el capital social y los asistentes acepten por unanimidad la celebración de la junta”. Así, en cuanto a quiénes pueden participar en la decisión unánime para decidir la constitución en Junta —y los puntos del orden del día de la misma—, las notas incluidas en el dictado literal del artículo 99 de la LSA implican que deberán participar en el acuerdo la *totalidad* de los socios, o mejor, deberán participar todos aquellos sujetos cuyos títulos *computen* como capital social, y que además estén *presentes* en la reunión. Así pues, con que tan sólo uno de esos presentes rehusara la celebración de la Junta aquélla no podría celebrarse.

En general, del texto de la ley se deduce que deben participar en el acuerdo unánime todos aquellos que *aporten capital*, pero ciertamente la cuestión de cuáles son los títulos que han de tenerse en cuenta para el cómputo de la totalidad del capital social en la Junta Universal es una cuestión tradicionalmente discutida por nuestra Doctrina. Mayoritariamente, la Doctrina española acepta, para considerar como constituida la Junta Universal, el cómputo de las acciones sin voto y de las pertenecientes a accionistas morosos⁽²¹⁾. Ello es lógico desde el punto de vista de que esos títulos representan capital y han de entenderse incluidos, por tanto, en la amplia dicción legal del artículo 99 de la LSA referida a “*todo el capital social*”. En el mismo sentido, parece que también debe estar presente y participar en el acuerdo unánime todo aquel que haya *aportado* una parte del capital social, por lo que esto incluiría a los titulares de acciones rescatables, pero no a los titulares de obligaciones canjeables o convertibles en acciones, ya que estos títulos no representan capital, y tampoco, evidentemente, los obligacionistas. Ello sabiendo de lo improbable que en el tipo de sociedades que celebran Junta Universal llegue a existir ese tipo de títulos.

No es indispensable, empero, la inclusión en la unanimidad de otros sujetos eventualmente asistentes a la reunión pero que no son aportantes de capital. Por consiguiente, no participarán en la decisión unánime los gerentes o directivos de la sociedad presentes, el comisario del sindicato de obligacionistas, los administradores no socios o cualquier otro sujeto que pueda estar presente en la Junta en virtud de autorización estatutaria *ex* artículo 102.4 de la LSA. Efecti-

(21) En este sentido GIRÓN TENA (*Derecho de Sociedades...*, cit., p. 291) y URÍA/MENÉNDEZ/MUÑOZ PLANAS, *La Junta General...*, cit., p. 151). No es así para las acciones sin voto para cierta doctrina italiana, quien opina que el derecho de asistencia es sólo para las acciones con voto, y por tanto solamente éstas computan a la hora de calcular la totalidad del capital social en la Junta universal (PESCATORE, “Sul diritto d’intervento in assemblea degli azionisti privilegiati privi di voto”, en *Riv. dir. comm.*, II, 1996, p. 221).

vamente, no se exige en nuestro derecho la presencia de los administradores para poder celebrar Junta Universal, a diferencia de lo que sucede en otros ordenamientos⁽²²⁾, con lo que no es exigible, lógicamente, su necesaria unión a la unanimidad aunque estuvieran presentes⁽²³⁾. Sin embargo, sí habrían de estar presentes y sumarse a la unanimidad los acreedores pignoratícios o los usufructuarios de acciones cuando estatutariamente tengan asignado el ejercicio de los derechos del accionista, pues ellos representan en ese acto el *capital* asociado a los títulos de los cuales en ese momento son poseedores, aunque no propietarios⁽²⁴⁾.

Surgen algunas dudas en cuanto a la participación en la decisión unánime de los representantes de los accionistas ausentes, conforme al dictado de los artículos 106 a 108 de la LSA. En general la Doctrina y la Jurisprudencia están de acuerdo en validar la asistencia a la Junta Universal a través de representante⁽²⁵⁾, asumiendo la práctica habitual de las convocatorias informales que en la mayoría de los casos preceden a esta convocatoria, siempre que exista un orden

(22) El artículo 99 de la LSA no exige, a diferencia del artículo 2366 párrafo 4.º del *Codice Civile*, la presencia de la mayoría de los miembros del órgano de administración y el órgano de control para que la Junta Universal se considere constituida.

(23) Aunque de ello se lamenta GIRÓN, quien expresa que "...por último, dado el sistema de la Ley, el no haber exigido la presencia del órgano administrativo, era obligado aunque la regularidad de las relaciones entre los órganos lo hubiera pedido" (GIRÓN TENA, *Derecho de Sociedades...*, cit., p. 274).

(24) Artículos 72.1 y 67.1 de la LSA. En cuanto a las acciones propias y las de la sociedad dominante en poder de la filial (artículo 79.1 de la LSA), las poseídas en concepto de prenda (de acciones propias o de su sociedad dominante) o bajo otra forma de garantía con cesión de los derechos correlativos a la sociedad (artículos 80.1 y 80.3 de la LSA), la doctrina mayoritariamente no las considera para el cómputo de la totalidad del capital social en la Junta Universal. Igualmente sucede con las acciones pertenecientes a una sociedad que posea acciones en otra compañía que a su vez participa en la suya (por valor de más del 10 por 100 del capital social en tanto que no se haya procedido a la necesaria venta o reducción) o las adquiridas sobrepasando más del 10 por 100 del capital social en otra sociedad sin notificación. Lo mismo cabe decir de las acciones adquiridas sin la preceptiva oferta pública de adquisición (vid. ZURITA, "La adquisición por la sociedad de sus propias acciones", en ROJO (dir.), *La reforma de la Ley de Sociedades anónimas*, Madrid, 1987, p. 136 y ss.). Todo ello percatándose, de nuevo, del improbable caso de que una sociedad que celebra juntas universales se encuentre en alguna de las situaciones descritas.

(25) Entre otros, RODRÍGUEZ ARTIGAS, *La representación de los accionistas...*, cit., p. 65. En contra, GARRIGUES/URÍA (*Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, vol. II, Madrid, 1952, p. 535), quienes opinan que "tratándose de una junta espontánea e imprevista no es factible que nadie de los asistentes a la reunión haya sido dotado del oportuno poder especial de representación que la Ley exige".

del día oficioso publicado o conocido previamente⁽²⁶⁾. Ahora bien, tanto la Doctrina como la Jurisprudencia hacen notar que también para este supuesto se necesita la tenencia de un poder válido por parte de representante, con las pertinentes instrucciones en su caso, todo ello en concordancia para emitir el voto dentro el orden del día “provisional” u “oficioso” que constase en la convocatoria informal⁽²⁷⁾.

Bajo esta tesis, y de acuerdo con la expresada orientación doctrinal, parece que debe admitirse que los representantes presentes participen en la decisión unánime en nombre de su representado, para conseguir la unanimidad que, conforme al dictado del artículo 99 de la LSA, genere la celebración de la Junta, pues también ellos representan ahora la aportación de *capital social* de su mandante⁽²⁸⁾. No obstante, cuestión distinta es la existencia de problemas operativos en la participación del representante dentro del acuerdo unánime, pues aunque existiera un orden del día “oficioso” y una convocatoria informal, la

(26) *Vid.*, por todos, VALLET DE GOYTISOLO, J., “La publicidad en la convocatoria...”, cit., p. 315.

(27) Entre otras, STS de 13 de abril de 1973 (R. 2286), STS de 17 de febrero de 1992 (R. 1259) y de 14 de marzo de 1998 (R. 1488); *vid.* también RRDGRN de 16 de marzo de 1990, 27 de octubre de 1998 y 5 de marzo de 1997. En el mismo sentido VELASCO ALONSO, *La ley de sociedades anónimas*, Madrid, 1982, p. 316.

(28) Ello máxime cuando así parece reconocerse esta situación por parte del propio legislador para la Junta universal de la Sociedad de Responsabilidad Limitada. Efectivamente, el artículo 48.1 de la LSRL señala textualmente que “*La Junta General quedará válidamente constituida para tratar cualquier asunto, sin necesidad de previa convocatoria, siempre que esté presente o representada la totalidad del capital social y los concurrentes acepten por unanimidad la celebración de la reunión y el orden del día de la misma*”. Así, esta última redacción del artículo 48.1 LSRL admite perfectamente, acorde con su texto, la participación de los representantes en la decisión unánime de celebrar Junta, principalmente por el vocablo genérico “concurrentes” (que admite también a los representantes), y también por la indubitada referencia al capital social presente o “representado”. Nótese que prácticamente con la misma redacción aparecía el artículo 85.1 de la malograda “Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles”, del Ministerio de Justicia (16 de mayo de 2002). Debe notarse que este artículo 85.1 de la Propuesta era el regulador de la figura de la Junta Universal, pero con un contenido *vinculante* (e imperativo) para todas las sociedades mercantiles —y no sólo las Sociedades Limitadas—. Expresaba este precepto lo siguiente: “La junta de socios quedará válidamente constituida para tratar cualquier asunto, sin necesidad de previa convocatoria, siempre que estén presentes o *representados* todos los socios y los *concurrentes* acepten por unanimidad la celebración de la reunión y el orden del día de la misma”. Así pues, que el artículo 99 de la LSA —para la Junta Universal de la Sociedad Anónima— no utilice esta misma expresión “representados”, y siga remitiéndose al capital “presente” parece una más de las imperfecciones existentes en la LSA, que la promulgación de la LSRL en 1995 tuvo en cuenta, superó y rectificó. De esta forma, podemos concluir que en esta sede debe admitirse la participación de los representantes de los socios ausentes *ex* artículo 106 de la LSA, en las decisiones unánimes de celebrar Junta y aprobar el orden del día de ésta.

figura de la representación técnicamente no está diseñada para las juntas universales, y su régimen se ha ido moldeando a través de pronunciamientos jurisprudenciales y argumentos doctrinales. En este sentido, surgen dificultades cuando el representante del socio —que es quien participa en la Junta Universal— se encuentra con asuntos del orden del día inesperados, pues en la Junta Universal no existe convocatoria previa ni orden del día publicado, al menos *a priori*. Como ya se ha dicho, es cierto que en la mayoría de las ocasiones existe un orden del día previo u oficioso en la Junta Universal —que en teoría conocen tanto el representante como el representado— pero no es menos cierto que también pueden surgir nuevos puntos del orden del día en el acto de la reunión espontánea, dentro de los debates previos entre los asistentes. Si se diera esta última circunstancia aparece una difícil disyuntiva en cuanto a la actuación del representante, que ha de debatirse entre la tendencia unánime a que se celebre Junta y la posible existencia o planteamiento de asuntos potencialmente peligrosos para su mandante, para los cuales, además, el representante no ha podido prepararse ni informarse debidamente.

En este complicado caso descrito, creemos, debe dividirse la resolución en diferentes hipótesis. En primer lugar, si asistimos a un supuesto de representación familiar (artículo 108 de la LSA), y dado el especial tratamiento legal de esta situación, donde no se exige ni siquiera un poder de representación para el representante, debe entenderse que el mismo ha de unirse siempre a la tendencia que busca la unanimidad para la celebración de la Junta, a efectos de que ésta llegue a nacer⁽²⁹⁾, y ello aunque surjan nuevos asuntos de forma espontánea. Efectivamente, parece que en la representación familiar el representante ha de unirse siempre a la unanimidad, pues es evidente que su representado le ha enviado para que *exista* Junta, y este último participe en ella en su nombre, pues de otra forma no le habría enviado. De esta manera, el representante debe unirse en todo caso en comunión a la unanimidad y procurar no romperla, pues es ésta la actitud que favorece los intereses de su mandante, esto es, que llegue a celebrarse la Junta. Y ello también porque siempre le queda al representante el remedio de votar, posteriormente en Junta, *en contra* del asunto debatido cuando considere que su aprobación puede perjudicar a su mandante. Idéntica actitud del representante procederá, analógicamente, cuando éste ostente poder general conferido en documento público con facultades para administrar todo el

(29) En general, la Doctrina y la Jurisprudencia aceptan la representación familiar en las juntas universales, siempre que, igualmente, hubiese existido de manera previa una convocatoria informal. Es más, doctrinalmente se acepta de manera mayoritaria que precisamente la posibilidad de asistir a la Junta Universal a través de representante se ha potenciado con la figura de la “representación familiar” del artículo 108 de la LSA. Así, RODRÍGUEZ ARTIGAS, *La representación de los accionistas...*, cit., p. 66 y ELÍAS OSTUA, “La junta universal”, *RdS*, núm. 3, 1994, p. 197. Parcialmente en contra, STS de 14 de marzo de 1998 (R. 1488).

patrimonio que el representado tuviere en territorio nacional⁽³⁰⁾. Ciertamente, es congruente entender que habilitado el representante por un poder general de representación que le permite reaccionar ante cualquier asunto surgido de improviso, lo mejor aquí para su mandante, esto es, lo más beneficioso para sus intereses, es fomentar, de nuevo, la existencia de Junta aunándose a la unanimidad⁽³¹⁾.

Al margen ya del caso de la representación familiar, y dentro del supuesto del artículo 106.1 y 106.2 de la LSA, esto es, representación mediante poder escrito, opinamos que debe defenderse la misma solución que en el párrafo anterior, esto es, la unión a la unanimidad por parte del representante, pues también permanece aquí para el representante el recurso de votar en contra del acuerdo debatido, posteriormente en Junta, si la aprobación del asunto inesperado se presenta como potencialmente perjudicial para su mandante. Ciertamente, la mayor parte de la Doctrina plantea con reservas la unión a la unanimidad del representante en este supuesto, exigiendo la mayor parte de los autores que el representado acredite de alguna manera que *conoce* los nuevos puntos a tratar surgidos espontáneamente “*in actu*”, y accede de nuevo a la celebración de la Junta a través del propio instrumento del poder de representación. Esto es lo que ha venido a denominarse “unanimidad duplicada”⁽³²⁾. Efectivamente, señala cierta doctrina que existiendo indeterminación e ignorancia por parte del representado sobre los nuevos asuntos a tratar en el orden del día —espontáneamente surgidos— no es suficiente la sola presencia física del representante para entender la válida constitución de la Junta, puesto que en tal Junta no podría el

⁽³⁰⁾ En este sentido, ELÍAS OSTUA, quien admite la representación en junta universal sin convocatoria previa únicamente cuando el representante goce de un poder *no* específico para una junta determinada, sino general, y esté autorizado además para ejercer la representación en cualquier junta, al igual que ocurre en los casos de representación previstos en el artículo 108 de la LSA (ELÍAS OSTUA, *ibidem*).

⁽³¹⁾ *Vid.* MUÑOZ PLANAS, J.M., “Reseñas de Jurisprudencia Mercantil”, *RdM*, núm. 85, 1962, p. 170; igualmente CALAZA LÓPEZ, M.³ S., *El proceso de formación de la voluntad social de las sociedades anónimas y cooperativas (Vicios de contenido y de procedimiento)*, Dykinson, Madrid, 2003, p. 234.

⁽³²⁾ En este sentido la STS de 23 de diciembre de 1997 (R. 9189). Afirma la resolución que “si esa celebración se verifica sin ninguna precedente convocatoria, sino que ésta acaece, según repetido artículo 99, *in actu*, en cuyo caso esa suerte de unanimidad duplicada será suficiente, o sea, todos los accionistas así lo deciden, teniendo en cuenta, que presentes en el acto así lo acuerdan, por lo que, entonces se presume que, de antemano, saben los asuntos a tratar o están conformes con que así se actúe, pues, en otro caso, pueden discrepar y no aceptar por ignorar esos asuntos, y ello con independencia de cuál sea el resultado de la posterior votación; es claro que en esta hipótesis, si algún sector del capital social estuviese representado, debía el representante acreditar que está autorizado para aquella conformidad *ex novo*, pues de lo contrario podría en nombre del representado, consentir en esa Junta universal”.

representante emitir votación favorable o contraria a los mismos y, en consecuencia, ocasionaría un grave perjuicio al legítimo titular de las acciones representadas. De nuevo y sin embargo, debemos opinar en favor de la comunión en este caso del representante con la unanimidad, pues el envío del representante —por parte del representado— parece suponer la asunción del riesgo, por parte de éste, de que surjan nuevos puntos a tratar en el orden del día, y en ello va implícito el envío o, si se quiere, la ampliación implícita de su poder de representación a los nuevos puntos que pudieran surgir⁽³³⁾. Esta asunción del riesgo por parte del representado se basa en que la representación otorgada por el accionista no depende exclusivamente del grado de conocimiento —más o menos riguroso— que éste tenga del orden del día, o de la clase de Junta (Universal, General o Extraordinaria) en la que se vayan a someter a votación los acuerdos para los que delegó su representación⁽³⁴⁾. Efectivamente, la esencia de la figura de la representación más bien se basa en el grado de confianza que el representante parece depositar en el representado, a través del otorgamiento del correspondiente poder. Ciertamente puede darse el supuesto donde un acuerdo potencialmente perjudicial para el representado, y unánimemente “aprobado” por el representante, llegue a adoptarse posteriormente en Junta. En este caso, es innegable que esta situación será un frecuente motivo para la exigencia de responsabilidad del representado hacia su representante, pero aparte de ello, la celebración de la Junta universal no dejaría de ser válida y desplegaría efectos jurídicos, pues estamos hablando de cuestiones autónomas. Como es bien sabi-

(33) En contra de esta interpretación la STS de 14 de marzo de 1998 (R. 1488), que declara procedente la nulidad de la Junta universal celebrada por falta de representación de los socios demandantes, por desconocimiento de la pretensión de constituir dicha junta y de los asuntos a tratar en ella. Expresa el Alto Tribunal que “está acreditada la inexistencia de una reunión previa preparatoria de la Junta universal en la que se estableciese un orden del día con los asuntos a tratar que fuese conocida por los socios actores, por lo que éstos no pudieron dar a quien dice ser su representante ni las instrucciones pertinentes para su celebración ni el sentido de su voto, no habiéndose, además acreditado ante la junta representación alguna de los demandantes”.

(34) En este sentido MARTÍ LACALLE, R., “La representación familiar del accionista en Junta Universal”, en *RdM*, núm. 230, 1998, p. 1864. En contra CALAZA LÓPEZ, quien mantiene la exigencia de unanimidad duplicada. Expresa la autora que “Ahora bien, por las particulares características de la celebración realizada ‘in actu’, sin previa convocatoria y cuya validez formal se hace depender de la unanimidad del total del capital accionarial, al momento de iniciarse la reunión, la aceptación expresa del representante y representado —‘unanimidad duplicada’— adquiere vital trascendencia, puesto que, con independencia del resultado que llegue a alcanzarse, tras la votación de los acuerdos que sean objeto de deliberación, de no acreditarse, por el representante, autorización para prestar conformidad ‘ex novo’, en ningún caso podría consentir en nombre del representado en la celebración de la Junta Universal, para la que no tiene expresa delegación de la facultad de emitir consentimiento o disentimiento individual alguno...” (CALAZA LÓPEZ, *El proceso de formación...*, cit., p. 235).

do, las relaciones privadas e internas entre los socios o de éstos con terceros —sus representantes— no tienen, por norma general, repercusiones societarias. Y además al representado siempre le queda el recurso de votar posteriormente en contra del asunto “peligroso” para plantear en el proceso un serio eximente de su responsabilidad.

De cualquier manera, las mayores dificultades surgen en referencia a la hipotética existencia de representación pública (artículo 107 de la LSA) dentro de la Junta Universal. En general hemos de ser conscientes de la improbabilidad de que en las sociedades que celebran Junta Universal se dé el supuesto de la representación pública; improbabilidad, que no imposibilidad, pues asistimos a una representación pública cuando una misma persona representa a más de tres socios (artículo 107.3 de la LSA), suceso posible dentro de una sociedad de 25 a 30 accionistas que celebra Junta Universal tras una convocatoria informal. Así pues, aparecen las mismas dificultades vistas hasta ahora cuando durante los debates previos entre los socios surgen asuntos espontáneamente, no incluidos en principio en el orden del día “oficioso”, y por tanto, y lo que es más grave, tampoco en el poder escrito del representante⁽³⁵⁾. Sin duda aparece aquí una situación complicada para el representante, que ha de decidir si debe unirse a la unanimidad o no en referencia a un asunto sobre el cual su mandante no le ha orientado, ni le consta por *escrito* —ahora sí— en su poder de representación, junto a los otros asuntos sí conocidos. En principio estamos ante una situación *parecida* a la propuesta en el artículo 107.2 de la LSA, en el cual se trata sobre el supuesto donde se presentan circunstancias ignoradas para el representante “público” a la hora de emitir el *voto* acorde con las circunstancias indicadas por su mandante, dentro de la votación de la Junta de Accionistas una vez ya conformada ésta. Señala dicho artículo que *“Por excepción, el representante podrá votar en sentido distinto cuando se presenten circunstancias ignoradas en el momento del envío de las instrucciones y se corra el riesgo de perjudicar los intereses del representado. En caso de voto emitido en sentido distinto a las instrucciones, el representante deberá informar inmediatamente al representado, por medio de escrito en que explique las razones del voto”*. Y decimos situación *parecida* pero no extrapolable o aplicable por analogía, pues debe

⁽³⁵⁾ Recuérdese que el artículo 107 de la LSA exige que, para la existencia de representación “pública”, el poder escrito otorgado por el representante lleve anejo el orden del día de la Junta. Artículo 107.1 de la LSA: *“En el caso de que los propios administradores de la sociedad, las entidades depositarias de los títulos o las encargadas del registro de anotaciones en cuenta soliciten la representación para sí o para otro y, en general, siempre que la solicitud se formule de forma pública, el documento en que conste el poder deberá contener o llevar anejo el orden del día, así como la solicitud de instrucciones para el ejercicio del derecho de voto y la indicación del sentido en que votará el representante en caso que no se impartan instrucciones precisas”*.

remarcarse que durante este íterin que aquí estudiamos (donde se acuerda previa y unánimemente la celebración de la Junta y el orden del día de ésta) y donde no existe aún el colegio, es cuestionable que se estén emitiendo auténticos votos —en este caso *votos por representación*—, aunque sí manifestaciones de voluntad. Por el contrario, el artículo 107.2 de la LSA se refiere a supuestos de votación en la Junta ya existente⁽³⁶⁾. De cualquier manera, el propio artículo 107.2 de la LSA, pese a no ser aplicable directamente —pues se refiere técnicamente a votaciones en Junta—, sí puede mostrarnos una serie de pautas orientativas. Así pues, y por lo general, cierta doctrina considera que para los auténticos supuestos de voto mediante representación recogidos en el artículo 107.2 de la LSA, cuando han de aprobarse sobre asuntos no comprendidos previamente en el orden del día (como la acción social de responsabilidad *ex* artículo 134.1 de la LSA), el representante sin instrucciones sobre el evento ignorado debe *abstenerse*⁽³⁷⁾. Si bien esto parece lógico, dicha posibilidad no sirve para nuestro caso, pues la abstención aquí supondría una no unión a la unanimidad⁽³⁸⁾, con lo que ello equivale a una decisión —la no celebración de la Junta— que puede redundar hipotéticamente y en el futuro en perjuicio del representado. De esta forma, de nuevo opinamos que en esta sede el representante también debe unirse a la unanimidad en lo referente a estos asuntos no incluidos *a priori* en el

⁽³⁶⁾ De esta forma, cierta Doctrina ya ha hecho notar que las manifestaciones de voluntad de los socios dentro de este contexto, referentes a adherirse o no al acuerdo unánime de celebrar Junta Universal, no deben ser confundidas con auténticos votos. Así, MORRAL SOLDEVILLA, “De la Junta general”, en ARROYO y EMBID (coords.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, vol. II, Madrid, 2001, p. 990; ELÍAS OSTUA, “La Junta Universal...”, cit., p. 96; MADINA, F., *La adopción de acuerdos en la Sociedad Anónima. Quórum de constitución y mayorías*, Marcial Pons, Madrid, 2004, pp. 146 y 147.

⁽³⁷⁾ *Vid.* RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., *La representación de los accionistas...*, cit., p. 103. Expresa este autor que para este supuesto, el representante “en principio, parece que debería abstenerse, puesto que ni ha recibido al respecto instrucciones del accionista al que representa ni ha podido indicarle el sentido en que votaría en caso de no recibir instrucciones”. Aunque también prosigue indicando el autor que “no obstante, cabría la posibilidad de incluir este supuesto en el ámbito de la excepción del artículo 107.2 de la LSA, y en consecuencia, admitir el voto del representante ante la presencia de circunstancias ignoradas cuando se solicitó la representación y a fin de evitar que con su abstención se corra el riesgo de perjudicar los intereses del accionista”.

⁽³⁸⁾ En cambio, CALAZA LÓPEZ sí que parece identificar directamente la similitud de los dos supuestos, esto es, la comunión con la unanimidad del representante y la posterior votación sobre puntos del orden del día, pues expresa que “Parece desprenderse, por parte de cierta corriente doctrinal, la pacífica conformidad con las exigencias jurisprudenciales previstas, exigencias que promueven el imperativo deber de abstención en todo asunto surgido con la espontaneidad característica de la clase de Junta tratada y que, difícilmente, resultan congruentes, a mi juicio, con la aceptación unánime requerida para entrar a debatir cuestiones nuevas que repercutirán en la adopción de un nuevo acuerdo...” (CALAZA LÓPEZ, *El proceso de formación...*, cit., p. 235).

orden del día “oficioso” ni en su poder escrito, pues lo que aparece más claro es que los intereses de su representado, de nuevo, van en la dirección de que se celebre Junta (para eso envió al representante) y de que en dicha Junta se debata, dialogue y decida sobre los asuntos incluidos en el orden del día original, que sí se conocía. Así pues, el interés principal del mandante puede ser la celebración de la Junta con los asuntos del orden del día ya conocidos, debiendo por consiguiente el representante procurar siempre dicha celebración, sólo que ahora aparecerá un asunto más, o un asunto extra en relación a lo que se pensaba. De esta forma, y en cuanto a ese asunto extra, el representante siempre tiene, de nuevo y *a posteriori*, el recurso de abstenerse en la votación ya en Junta —ahora sí— o incluso votar en contra de su *aprobación* si lo considera dañino para su mandante⁽³⁹⁾⁽⁴⁰⁾. Además, todo ello teniendo en cuenta que también el representante podría conseguir posteriormente *in actu* la *ampliación* de su poder de representación a los nuevos puntos del orden del día, ahora espontáneamente surgidos⁽⁴¹⁾, máxime con la reciente posibilidad que otorga el artículo 106.2 de la LSA de otorgarla a través de medios telemáticos, muy ágiles y prácticamente automáticos. Todo esto, de nuevo, no podría ni siquiera plantearse si no llega a surgir la Junta⁽⁴²⁾.

(39) Nótese que aquí parece reducirse el margen de discreción con el que el representante debe operar generalmente en los supuestos a los que se refiere el artículo 107.2 de la LSA, cuando hay que ponderar si su voto en las votaciones es beneficioso o contrario para su mandante, conforme a las nuevas circunstancias ignoradas previamente. Aquí el interés del representado, de nuevo y a falta de más condicionantes, es frontalmente la celebración de la Junta, y por tanto la unión a la unanimidad. Actitud del representante que parece concordar con los deberes generales relativos a la actuación del mandatario recogidos en el 1719 del CC, el cual expresa que “*en la ejecución del mandato ha de arreglarse el mandatario a las instrucciones del mandante. A falta de ellas hará todo lo que, según la naturaleza del negocio, haría un buen padre de familia*”.

(40) En todo caso, se desprende de este supuesto un deber legal de información del representante a su representado para la nueva situación, deber informativo quizá no tanto extraído del artículo 107.2 de la LSA —de nuevo— pero sí de los deberes genéricos del contrato de comisión (artículo 255.2 del CCo) o del propio mandato (artículos 1718 a 1726 del CC).

(41) En este sentido *vid.* ROMERO FERNÁNDEZ, J.A. (“Comentario STS de 23 de diciembre de 1997”, *CCJC*, núm. 47, 1998, p. 516), quien contempla la posibilidad de ampliación de poder cuando el orden del día ha variado, parece que también en el propio acto de la Junta.

(42) En contra, de nuevo, CALAZA LÓPEZ. En general esta autora considera siempre necesaria la existencia de nuevo consentimiento del representado, esto es, la “unanimidad duplicada” si el orden del día ha cambiado, o si la junta se considera surgida de manera espontánea “como sucedería en el supuesto de que viniese precedida por una Junta extraordinaria, con un orden del día prefijado de antemano...” (CALAZA LÓPEZ, *El proceso de formación...*, cit., p. 237).

En otro orden de ideas, procede ahora analizar el supuesto de la posible participación en la decisión unánime de los socios que puedan actuar en la Junta “a distancia” o de forma extraasamblearia. En cuanto a esta cuestión, hay que recordar que a partir de la promulgación de la Ley 26/2003, de 17 de julio, relativa a la transparencia de sociedades anónimas, se permite votar en Junta también al socio que no se encuentre físicamente en ella, de acuerdo con el nuevo apartado 4.º del artículo 105 de la LSA⁽⁴³⁾. Así pues, podría ser posible que un socio no presente pretendiera otorgar a distancia su *placet* a la decisión unánime de celebrar Junta de Accionistas, para posteriormente y una vez constituida ésta, votar los diferentes puntos del orden del día también extraasambleariamente, quizá a través de e-mail u otro medio de comunicación telemático. Máxime si se quiere, incluso, siguiendo el desarrollo de la Junta a través de un medio televisivo o informático.

Para la resolución de este supuesto, en general debe expresarse que la posibilidad de emitir el voto a distancia se combina mal con el carácter espontáneo y no previsto de la Junta universal, diseñado legalmente para sociedades pequeñas o cerradas, aunque bien es cierto que dicha circunstancia podría obviarse, de nuevo, por la existencia de convocatoria informal con un orden del día “oficioso”. En general podría decirse que el espíritu de la ley, en lo que respecta a la Junta Universal, parece apuntar al rechazo a la posibilidad de participación “a distancia” en la decisión unánime de celebrar junta universal. Pongamos como un ejemplo posible que el 75 por 100 de la totalidad de los accionistas están presentes en la reunión, y el otro 25 por 100 procede a emitir “a distancia” su declaración de voluntad de aunarse a la unanimidad, a efectos de que la Junta llegue a constituirse, votando posteriormente por e-mail los puntos del orden del día “oficioso”. Para este supuesto, piénsese que además de acordar unánimemente la celebración de la Junta, es necesario que los socios aprueben también de forma unánime los asuntos a tratar como orden del día, asuntos que —pese a la práctica frecuente del orden del día “oficioso”— también pueden surgir espontáneamente de los debates previos, con lo que es harto difícil que el grupo de votantes a distancia llegue a conocerlos y envíe también, junto con su declaración de voluntad de constituir Junta, su conformidad con estos nuevos asuntos. Bien es cierto que al margen de los supuestos donde existan puntos del orden del día “sobrevinidos” o surgidos en la propia reunión,

(43) Efectivamente, dicha norma conocida como “Ley de Transparencia” o “Ley Aldama” modificó el artículo 105 de la LSA, añadiendo dos nuevos apartados en el mismo. De esa forma, el artículo 105.4 de la LSA señala actualmente que *“De conformidad con lo que se disponga en los estatutos, el voto de las propuestas sobre puntos comprendidos en el orden del día de cualquier clase de junta general podrá delegarse o ejercitarse por el accionista mediante correspondencia postal, electrónica o cualquier otro medio de comunicación a distancia, siempre que se garantice debidamente la identidad del sujeto que ejerce su derecho de voto”*.

cuando existiera, de nuevo, un orden del día provisional u oficioso, quizá la operativa derivada del artículo 105.4 de la LSA puede ser técnica y temporalmente posible. No obstante y en cualquier caso, parece que asistimos a una aplicación forzada del mismo precepto, quizá beneficiosa para lo que es la operatividad fluida de la Junta en una sociedad cerrada, pero no suficiente para justificar la aplicación del voto a distancia en la decisión unánime que necesita la celebración de la Junta universal, al menos conforme al tenor literal del artículo 99 de la LSA. Piénsese que dicho precepto expresa que “la junta (...) quedará validamente constituida para tratar cualquier asunto siempre que esté presente todo el capital social y los *asistentes* acepten por unanimidad la celebración de la junta”. Parece que el claro tenor imperativo que resulta de los términos “presente” y “asistentes” utilizado por el artículo 99 de la LSA diluye o invalida la aplicación del artículo 105.4 de la LSA para este supuesto.

Y es que además puede plantearse, como ya se mencionó en párrafos anteriores, que técnicamente estamos ante un supuesto (las decisiones unánimes tomadas en Junta Universal antes de que ésta misma nazca) donde no existe aún la Junta como órgano colegiado, y es cuestionable que los socios que se unen a la unanimidad estén emitiendo auténticos *votos*, sino más bien otro tipo de declaraciones de voluntad. Por consiguiente, sería de difícil aplicación en esta sede —al menos directamente— el contenido concreto del artículo 105.4 de la LSA, el cual se refiere *literalmente* a un supuesto que permite la emisión de *votos* por parte de los ausentes, dentro de la Junta, y obligatoriamente conforme a un sistema de procedimiento reglado y formal implantado en los Estatutos (artículo 105.4 de la LSA *in fine*) ⁽⁴⁴⁾.

Así pues, y aunque como hemos señalado es frecuente en la práctica la existencia de un orden del día “oficioso” en las Juntas universales convocadas informalmente, en general parece muy forzado recurrir a los dictados del artículo 105.4 de la LSA para justificar la participación en estas decisiones —previas a la Junta y unánimes— de los socios ausentes, a través de correspondencia postal, electrónica, u otro medio de comunicación a distancia. Máxime cuando aquel precepto ha sido diseñado legalmente para grandes sociedades anónimas

⁽⁴⁴⁾ Nótese que la propia Ley de Sociedades Anónimas titula el artículo 105 de la LSA con la expresión “Limitaciones de los derechos de asistencia y *voto*”. Es más, el artículo 105.4 de la LSA habla del voto a distancia refiriéndose textualmente al “*voto de las propuestas sobre puntos comprendidos en el orden del día...*” y no a otros supuestos de emisiones de declaraciones de voluntad relativas a estas cuestiones societarias, ni a puntos del orden del día no existentes, “provisionales” u “oficiosos”.

abiertas⁽⁴⁵⁾. Todo lo dicho no obsta para que posteriormente, y una vez constituida la Junta “Universal”, durante el transcurso de ésta pueda votarse a distancia *ex artículo 105.4 de la LSA en la adopción por mayoría* de los asuntos del orden del día. Supuesto que podría darse quizá en un accionista presente y asistente previamente —que en su momento se adhirió a la unanimidad para su celebración— y que luego hubiera abandonado la Junta durante su transcurso.

IV. MOMENTO DE PERFECCIÓN DEL ACUERDO UNÁNIME

Procede ahora estudiar cuál es el momento en que se perfecciona el acuerdo unánime de los sujetos presentes y poseedores de capital social y, por tanto, el momento exacto en que la Junta debe considerarse constituida, dado que el contenido del artículo 99 de la LSA no es preciso a ese respecto.

En una primera aproximación, la Doctrina y la Jurisprudencia han señalado que el acuerdo de celebrar la Junta Universal queda perfeccionado en el momento de “la constitución de la Junta”⁽⁴⁶⁾. Esta afirmación genérica se ha realizado en el sentido entender que no es precisa una reiterada confirmación del mencionado acuerdo unánime a lo largo de la deliberación, ni que sea necesaria la presencia física de todos y cada uno de los socios durante todo el transcurso de la Junta. Y ello pese a ser cierto, esto es, que el abandono de un número determinado de socios una vez constituida la Junta Universal no afecta a la válida celebración de la misma⁽⁴⁷⁾, eso no deja resuelto el problema de cuál es el momento exacto en que tal acuerdo —unánime— se perfecciona, sabiendo que esa perfección, además, es la que condiciona el nacimiento de la Junta.

En general, debe entenderse como el momento de la constitución de la Junta el momento en que los aportantes de capital acuerdan efectivamente por

⁽⁴⁵⁾ Aunque es cierto que técnicamente el artículo 105.4 de la LSA rige para todos los tipos y clases de sociedades anónimas (pues la Ley 26/2003 optó por incluir dicho precepto en la LSA y no en la Ley del Mercado de Valores), parece que la posibilidad de votar a distancia viene dada por parte del legislador para las sociedades anónimas de gran tamaño y numerosos socios (*vid.* PONDS KOBLER, G., “Shareholder Voting Over Internet: A proposal for increasing Shareholder Participation in Corporate Governance”, en *Alabama Law Review*, núm. 2 (vol. 49), 1998. La inclusión de este precepto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y no en la LSA, ha sido un hecho criticado por la Doctrina (*vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., “Observaciones preliminares al proyecto de Ley de modificación del Régimen de las sociedades cotizadas y de las anónimas en general, tras el informe Aldama”, *RdS*, núm. 20, 2003, p. 34 y ss.).

⁽⁴⁶⁾ Entre otros, SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M.M., “Junta Universal, remoción del administrador y representación del socio”, *RdS*, núm. 13, 1999, p. 295. Igualmente STS de 6 de mayo de 1999 (R. 1361).

⁽⁴⁷⁾ Por todos, RUBIO, J., *Curso de Derecho de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1974, p. 226.

unanimidad celebrar Junta, o dicho en otras palabras, cuando el último de aquéllos se adhiere a la unanimidad que propugna el celebrar Junta de Socios, instante en el cual se cumplirá en puridad el dictado literal del artículo 99 de la LSA: “...*presente todo el capital social y los asistentes acepten por unanimidad la celebración de la junta*”. De esta forma, el momento exacto dependerá de la organización fáctica que haya configurado el grupo colectivo de socios reunidos, para la toma de decisión unánime. En este sentido, conviene decir previamente lo siguiente. En términos globales, cuando se habla del principio unánime en la toma de decisiones colectivas, asistimos más que a un *acuerdo* adoptado, a una *decisión*. Efectivamente, la unanimidad en la toma de decisiones no implica un proceso sistemático, reglado y vinculante para llegar a ser conseguida (esto es, una organización colegiada), acercándose más a una decisión automática a la cual se llega si ningún asistente manifiesta su desaprobación⁽⁴⁸⁾. Ciertamente, la toma de decisiones mediante un sistema de unanimidad se aproxima a una declaración de voluntad del órgano, conjunta y automática, e incluso presumida (pues operaría automáticamente si ningún asistente manifiesta expresamente su voluntad contraria o veto). De esta forma, el principio unánime no parece conllevar la necesaria existencia de un sistema de votación, entendido éste como proceso, reglado y procedimental, dilatado en el tiempo y regido estrictamente por normas procedimentales-colegiales⁽⁴⁹⁾.

Todo lo dicho no implica, lógicamente, que no pueda llegarse también a la *unanimidad* en el resultado (y por ende, en el acuerdo) a través de un procedimiento organizado y complejo. Evidentemente, nada obsta para que a través de una votación auténtica, esto es, proceso instrumental y reglado (cuyo objeto sea dilucidar la mayoría de criterios, acorde con las normas del procedimiento colegial), resultara la *unanimidad* de una auténtica votación, es decir, que la *totalidad de los votos emitidos fuera a favor de la propuesta*. Por consiguiente, el momento exacto de la conformación del acuerdo unánime dependerá del modo en que la colectividad de socios reunidos —aún no en Junta— haya organizado su decisión unánime. Así, en nuestra dualidad de sistemas expresada, dentro de la primera modalidad (si no se hubiera implementado algún sistema corporativo, esto es, se acuerde con la posibilidad de cualquier socio de

(48) La unanimidad estaría más cerca de las manifestaciones de voluntad emitidas por el Presidente del Consejo de administración, o los actos de ejecución de los acuerdos adoptados por la Junta o Asamblea, y cuando los órganos acuerdan por unanimidad, lejana y artificialmente está operando como un único individuo (CALAZA LÓPEZ, *El proceso de formación...*, cit., p. 46).

(49) *Vid.* URÍA, MENÉNDEZ y MUÑOZ PLANAS, hablando de la aceptación unánime del orden del día en Junta Universal, cuando se refieren a la unanimidad como “conformidad” (URÍA/MENÉNDEZ/MUÑOZ PLANAS, *La Junta General...*, cit., pp. 88 y ss.).

oponerse o vetar la decisión), la mayor dificultad radicarán en identificar *cuándo* ha terminado el intercambio de pareceres o debate, y comienza la conformación de la unanimidad⁽⁵⁰⁾, labor que deberán afrontar los propios socios *per se*, o algún sujeto habilitado por ellos mismos⁽⁵¹⁾. En el otro supuesto, es decir, cuando se haya implementado algún sistema ordenado de comprobación más o menos elaborado (consistente en, por ejemplo, ir preguntando a cada socio uno por uno si desea la celebración de Junta), deberá entonces esperarse al final de dicho proceso para comprobar si existe decisión unánime.

De todo lo dicho se deduce que la perfección del acuerdo unánime, y por tanto el nacimiento de la Junta, se centrará en *el momento en que se constate de la forma que fuera (reglada o espontánea) que no hay negativa por parte de ningún asistente a que se celebre la Junta*, existiendo en ese momento y de manera propiamente dicha *unanimidad*. Confirmado ello, será ese el momento de creación de la Junta. Por el contrario, de resultar la constatación como *negativa*, no habría surgido la Junta, quedando siempre el remedio de volver a intentar el proceso otra vez, después de, quizá, más intercambio de pareceres.

Queda ahora determinar, aparte de decidir unánimemente la constitución en Junta, qué sucede con la unanimidad sobre el orden del día de la misma. En

⁽⁵⁰⁾ En este sentido es de gran interés la Jurisprudencia del Tribunal Supremo al interpretar el artículo 55 de la LSA de 1951. Así, en el Fundamento de Derecho Cuarto de la Sentencia de la Sala Primera de 30 de octubre de 1985, nuestro Alto Tribunal fundamenta la anulación del nombramiento de un censor jurado de cuentas efectuado en una junta universal con la siguiente argumentación: “(...) Si bien es cierto que al tratarse de Junta Universal podían ser tratados en la misma cuestiones no incluidas en el Orden del día, ello era sobre la base de que así fuera acordado por la totalidad de los asistentes, unanimidad no producida desde el momento en que al someterse tal cuestión a *debate*, el aquí impugnante *mostró su oposición...*” Maximizando esta posición, la Jurisprudencia menor incluso ha llegado a identificar la falta de unanimidad con el abandono de la Junta, dentro del debate. Así la Sentencia de la Sección 15.^a de la Audiencia Provincial de Barcelona de 28 de junio de 1994, declaraba la nulidad de una junta universal de accionistas por estimar que no concurría en ella el requisito de la “aceptación unánime”, ya que un asistente había abandonado la reunión por no estar de acuerdo en que se incluyera determinado asunto en el orden del día. Bien es cierto que dicha sentencia fue criticada posteriormente por el Tribunal Supremo (en la citada Sentencia de 31 de mayo de 1999) aunque no exclusivamente por ese motivo.

⁽⁵¹⁾ *Vid.* OTERO LASTRES, quien identifica la unanimidad con una actividad individual del socio, consistente en un simple “dar por bueno”, y la falta de la misma con una “oposición” o, señalando la inexistencia de Junta universal, por falta de unanimidad provocada por la oposición de cualquier socio. Comenta este autor: “(...) de tal suerte que si un socio no desea que se trate un determinado asunto —o, al contrario, quiere que se trate otro no previsto— *le basta* con manifestar expresamente su desacuerdo, con lo que no se cumple el requisito de la ‘aceptación unánime...’” (OTERO LASTRES, “El requisito de la aceptación unánime...”, cit., pp. 1242 y 1243).

general puede darse por válida la decisión unánime que otorguen los socios, constatada conforme a lo dicho en el párrafo anterior, y que verse *conjuntamente* sobre constituirse en Junta y además el orden del día de esta, de nuevo, si ningún sujeto rompe la unanimidad o expresa su negativa⁽⁵²⁾. Esta cuestión enlaza con la posible formación sucesiva del orden del día de la Junta, práctica reconocida y aceptada por cierta Doctrina. Efectivamente, ciertos autores afirman que la decisión unánime de los socios sólo es necesario que verse *a priori*, sobre la constitución en Junta, y *una vez constituida la Junta*, puede irse decidiendo el orden del día sucesivamente, también por unanimidad⁽⁵³⁾.

Ahora bien, si bien está generalmente aceptada esa posibilidad, la operativa de ir conformando el orden del día de manera sucesiva —y unánime— dentro de la Junta, de ello resulta que la validez de la misma queda condicionada a la presencia de todos los socios durante todo el tiempo de duración de la sesión⁽⁵⁴⁾, pues de no ser así se propicia una desprotección de los accionistas que abandonan la sesión⁽⁵⁵⁾, que desconocen que ahora se van a tratar asuntos que quizá puedan afectarles, por no mencionar que en este caso, técnicamente el nuevo asunto surgido durante la Junta no habría sido aprobado por unanimidad de *todos* los socios, o de todo el capital social de la sociedad. O dicho de otra forma, en el caso de que se decidiera el orden del día sucesivamente no podría

(52) Pero si atendemos a un sistema reglado habrá que estar a las peculiaridades del procedimiento, donde quizá podrían haberse arbitrado dos vueltas “de votación” unánime, una para decidir la constitución en Junta y otra para el orden del día de ésta, y respetarlas.

(53) Vid. ELÍAS OSTUA, “La junta universal...”, cit., pp. 193 y 196, y BROSETA PONT, *Manual de derecho mercantil*, vol. I, Madrid, 2002, p. 394. También parecen aceptar esta posibilidad URÍA, MENÉNDEZ y MUÑOZ PLANAS, cuando afirman que “la aceptación unánime de los asistentes debe referirse también a los asuntos sometidos al conocimiento y deliberación de la junta. Si algún accionista no da su conformidad a que la Junta delibere sobre determinado asunto, debe ser excluido del orden del día” (URÍA/MENÉNDEZ/MUÑOZ PLANAS, *La Junta General...*, cit., p. 107). Vid. también GARCÍA LUENGO y SOTO VÁZQUEZ, *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima (comentario y jurisprudencia)*, Granada, 1991, p. 465.

(54) Entre otros, NAVARRO VIÑUALES, J.M., “Renuncia de un administrador mancomunado en el seno de la Junta General”, *RjN*, núm. 14, 1995, p. 249.

(55) En este sentido, CALAZA LÓPEZ (*El proceso de formación...*, cit., p. 27), quien de forma precisa señala que “el consentimiento en la celebración de la Junta universal, por parte de todos los accionistas o de sus representantes queda, en efecto, referido al momento de constitución de la junta, y no al de la posterior deliberación y votación de los asuntos que hayan de acordarse, pero el eventual tratamiento de una cuestión totalmente ajena al conocimiento de quienes, con posterioridad a la constitución de la Junta, hubieren desistido de sus derechos sociales podría suponer un fraude a sus particulares intereses, si se toma en consideración que, de haber supuesto o conocido su desenvolvimiento, posiblemente no se habrían ausentado o, incluso, no habría consentido en la celebración de dicha Junta...”.

admitirse el abandono de los socios, a riesgo de romper o anular la celebración de la Junta. En realidad ello es lógico en cuanto que la unanimidad a la que se adhiere el socio al principio de la Junta no supone una aceptación incondicional de todo lo que vaya a surgir, espontáneamente o no, a lo largo de la Junta, y de hacerse esto estaríamos como mucho ante la unanimidad de todos los presentes, no la unanimidad de todos los socios, que es lo que exige el artículo 99 de la LSA⁽⁵⁶⁾. Así pues, parece pacífico en la Doctrina que solamente puede admitirse una formación sucesiva del orden del día cuando ningún accionista se haya ausentado de la propia Junta, y dentro de la misma aquél *acceda* de nuevo a debatir y votar sobre cada uno de los asuntos que, de forma espontánea, surgiesen en la deliberación⁽⁵⁷⁾. Queda al margen de ello la posible existencia sobrevenida del tratamiento de los asuntos que pueden debatirse y votarse sin constar en el orden del día, como la separación de los administradores (*ex* artículo 131 de la LSA) y la acción social de responsabilidad (artículo 134.1 de la LSA). Dichos supuestos, conforme a una interpretación sistemática de la ley, sí podrían debatirse y votarse incluso cuando abandonara la Junta “Universal” cierto número de accionistas⁽⁵⁸⁾.

Por contra, debemos señalar que en esta conformación sucesiva del orden del día de la Junta, y aun cuando permanecieran todos los accionistas durante su transcurso, pueden presentarse problemas conceptuales y operativos en cuanto a la existencia de verdadera constitución de Junta Universal. Dicho en otras palabras, si conforme a esta orientación doctrinal debe entenderse que la Junta ha nacido desde que los socios acuerdan unánimemente celebrar la Junta, y el orden del día se decide en el *transcurso* de la misma Junta (*ya nacida ésta*) también por unanimidad, parece vulnerarse el artículo 93 de la LSA, que im-

⁽⁵⁶⁾ Vid. CALAZA LÓPEZ, *ibidem*, p. 228.

⁽⁵⁷⁾ Nótese de nuevo que, por imperativo del artículo 97.1.º 4 del RRM, en el acta de la Junta Universal habrán de constar necesariamente los puntos aceptados como orden del día “firmados” por cada socio. Y aunque cierta Doctrina considera, como ya se ha dicho, el requisito de la firma de los asistentes como absurdo (LUCAS FERNÁNDEZ, F., *Temas sobre sociedades Anónimas...*, cit., p. 446), del texto literal de la ley parece surgir una obligación concreta de aceptación expresa por los socios de todos los puntos del orden del día. Para el contenido concreto del acta de la Junta Universal *vid.* MÉRIDA RAMOS, B., “Certificaciones de actas de Juntas Generales (Universales) y de Consejos de Administración, emitidas por el Secretario con el visto bueno del Presidente, para su protocolización en escritura pública o legitimación notarial de firmas, y posterior inscripción en el Registro Mercantil”, *RdS*, núm. 1, 1993, pp. 133 y ss.

⁽⁵⁸⁾ En contra, STS de 23 de diciembre de 1997 (“Almacenes Jurado, S.A.”) y CHULIÁ, autor que comenta la misma Resolución. Argumenta este autor que la sobrevenida votación de la separación de los administradores y la acción social de responsabilidad iría contra la buena fe “e indirectamente, impediría la celebración de Juntas universales útiles, ante el temor de que se aprovecharan para plantear la cuestión de la separación o de la acción de responsabilidad” (VICENT CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, 14.ª ed., Valencia, 2001, p. 332).

planta el principio mayoritario para todas las decisiones que se tomen en la Junta ya conformada⁽⁵⁹⁾. Y es que es paradójico que en una Junta ya creada y nacida siga rigiendo para ciertas cuestiones la unanimidad, aunque dichos asuntos, una vez decididos por unanimidad, luego vayan a aprobarse por mayoría.

Así por tanto, debemos defender que lo que parece más correcto es decidir unánimemente, y *antes* de la Junta, tanto la constitución del órgano como el orden del día de la misma, y *una vez realizadas estas dos operaciones* se debe considerar a la Junta como nacida. Por ello, y pese a lo autorizado de la Doctrina que acoge tal interpretación del artículo 99 de la LSA, debemos acoger la posición consistente en aplicar la unanimidad tanto para la decisión de celebrar la Junta como para los puntos del orden del día, todo ello *antes* y *como requisito* previo para que la Junta nazca. Y es que otras concepciones diferentes, si bien razonables, se presentan como una interpretación forzada del artículo 99 de la LSA, y de la figura de la Junta Universal en general.

De la misma forma, además de la posible incongruencia con el artículo 93 de la LSA pueden aparecer problemas de derecho material. Efectivamente, una Junta ya nacida en la cual se van decidiendo unánimemente los puntos del orden del día parece más bien un entendimiento forzado de la ley, pues aquí lo que estaría sucediendo es que la Junta como órgano colegiado se *pliega* y amolda a lo que quieren los “socios unánimes”, y no al contrario, que parece ser el supuesto lógico que debería emanar del artículo 99 de la LSA⁽⁶⁰⁾. Además, si se alegara que es que realmente aún no ha comenzado la junta, y que por eso puede jugar el principio unánime —y no el mayoritario del artículo 93 de la LSA— ¿deberían entonces valer los acuerdos que ya se hubieron aprobado por mayoría, en el devenir de la formación concatenada del orden del día? Hemos de reparar en que lo que se está haciendo aquí es que los socios constituidos en Junta deciden por unanimidad un punto del orden del día, para luego proceder a su votación (ahora por mayoría), y todo ello dentro del transcurso de la Junta. Ciertamente, esta técnica puede funcionar en los casos en los que los socios se vayan plegando en sus deseos a las aspiraciones de la mayoría, hasta ir conformando una unanimidad (un tanto ficticia) como resultado final. Sin embargo ¿qué sucedería cuando algún accionista pretenda, por ejemplo, incluir otros puntos en el orden del día y no es atendida su petición? ¿Acaso no se ha roto ya la unanimidad? Lo que realmente puede suceder es que esta interpretación está

⁽⁵⁹⁾ *Vid.*, en parecido sentido, STS de 31 de mayo de 1999 (R. 4282).

⁽⁶⁰⁾ Puede pensarse que en rigor, y en una conformación sucesiva del orden del día durante la Junta, en puridad lo que se dan son varias y seguidas “minijuntas”, cada una de ellas habiendo sido decidido por unanimidad de los presentes su celebración y su orden del día.

sobreentendiendo que el accionista disidente se plegará en ese momento por tanto a la negativa de los demás, con lo que ese punto del orden del día no será tratado, continuando con los puntos del orden del día “unánimes”. Pero ¿qué sucede si el accionista no se pliega y persiste en su actitud, no siendo ésta atendida? Podría aquí alegarse que simplemente ese punto no se tratará en la reunión⁽⁶¹⁾, pero ¿qué sucedería si en este caso el accionista desatendido abandona la reunión? En ese caso surgirían dudas en torno a si la Junta termina en ese momento, pues téngase en cuenta que ya no está presente todo el capital social ni se van a incluir más puntos del orden del día “por unanimidad”, pues falta una parte del capital social⁽⁶²⁾. Y surgen más preguntas: ¿tiene vigor lo acordado hasta el momento en los puntos que sí se trataron porque “eran unánimes” o debería anularse lo decidido, porque técnicamente en esta junta “no ha habido el acuerdo unánime en cuanto al orden del día”?⁽⁶³⁾.

Más dificultades surgen todavía en este supuesto, y como ya se ha analizado en parte en párrafos anteriores, en los supuestos en los que existen socios representados. No son pocos los autores que expresan en este caso la imposibilidad de aprobar sucesivamente por unanimidad el orden del día de la Junta⁽⁶⁴⁾.

Quizá este tipo de problemas se habrían obviado si en el contenido del artículo 99 de la LSA se incluyera literalmente que los socios deben aprobar unánimemente tanto el constituirse en Junta como el orden del día de ésta,

(61) Bajo esta tesis, según URÍA, MENÉNDEZ y MUÑOZ PLANAS simplemente no podrá tratarse ese punto (URÍA/MENÉNDEZ/MUÑOZ PLANAS, *La Junta General...*, cit., p. 108). En el mismo sentido BROSETA PONT, *Manual...*, cit., p. 394.

(62) Quizá en este sentido CHULIÁ, cuando textualmente expresa que “otro importante aspecto de la interpretación doctrinal de este precepto es que la concurrencia de todo el capital social, con la presencia física de todos los accionistas o por representación, sólo es indispensable en el momento de constitución de la junta y aceptación del orden del día que se va a tratar” (VICENT CHULIÁ, *Compendio crítico...*, cit., p. 580).

(63) Quizá la concepción de la formación sucesiva del orden del día en la Doctrina española puede provenir, de nuevo, de una interpretación amplia del artículo 2366 del *Codice Civile*, cuya redacción es más proclive a la formación sucesiva del orden del día cuando expresa que “Tuttavia in tale ipotesi ciascuno dei partecipanti può opporsi alla discussione degli argomenti sui quali non si ritenga sufficientemente informato”.

(64) Así ELÍAS OSTUA (“La junta universal...”, cit., p. 197), quien sostiene que con carácter general la representación sólo puede verificarse en junta universal informalmente convocada y precedida de un orden del día provisional u “oficioso”, y que si se presentan supuestos de socios asistentes a través de la figura de la representación, el orden del día debe cerrarse o quedar inamovible.

como sucede en el artículo 48.1 de la LSRL, ya estudiado⁽⁶⁵⁾. Otra vez, la defectuosa redacción de algunos preceptos de la LSA permite dar lugar a problemas e indeterminaciones interpretativas. Así por tanto, y en el momento actual, la redacción presente de la ley (que no exige en puridad el acuerdo unánime sobre los puntos del orden del día) parece evitar pronunciamientos doctrinales taxativos en contra de la formación sucesiva del orden del día de la Junta Universal⁽⁶⁶⁾.

V. EL ACUERDO UNÁNIME DE CONSTITUIRSE EN JUNTA Y EL ORDEN DEL DÍA DE LA MISMA. ASPECTOS PROCEDIMENTALES

Como ya se ha comentado, la Junta Universal exige tomar unas decisiones (celebrar la Junta y decidir el orden del día) que deben ser adoptadas por los socios colectivamente antes de que la Junta esté conformada como tal, no aplicándose, por tanto, las normas generales que regulan la adopción de acuerdos en el colegio recogidas con carácter general en la LSA. Además, el propio artículo 99 de la LSA tampoco establece el modo concreto de adoptar este acuerdo previo, indicando tan sólo que dicha decisión ha de ser *unánime* y que debe estar presente *todo el capital social*, todo ello con la consiguiente incertidumbre procedimental.

Con todo lo dicho hasta ahora, la primera cuestión que parece surgir es si los socios necesitan un ente que dirija y organice este procedimiento decisorio —en este caso unánime— cuya conclusión positiva propicie la celebración de la Junta. O bien, y por el contrario —y como parece que asume la ley—, pueden ellos solos decidir de forma independiente y no sometida a ningún poder de dirección, con base en el fácil y automático funcionamiento de la unanimidad. En este sentido, de nuevo el artículo 99 de la LSA no especifica nada al respecto, con lo que procede preguntarnos sobre la posible existencia de un “Director en Funciones” que regule, en este caso y antes de la existencia de la auténtica Junta, el peculiar procedimiento de decisión unánime de los socios.

⁽⁶⁵⁾ En el mismo sentido, el artículo 85.1 de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles (ed. Ministerio de Justicia, mayo de 2002), regulador de la figura de la Junta Universal, expresaba que “*La junta de socios quedará válidamente constituida para tratar cualquier asunto, sin necesidad de previa convocatoria, siempre que estén presentes o representados todos los socios y los concurrentes acepten por unanimidad la celebración de la reunión y el orden del día de la misma*”. Vid. también el artículo 75 del Anteproyecto de Ley de Sociedades Anónimas de 1979.

⁽⁶⁶⁾ En cualquier caso, y para esta cuestión, la Jurisprudencia parece decantarse por la necesidad de decidir en el momento de aceptar unánimemente la constitución también el orden del día de la Junta. Así, STS de 23 de diciembre de 1997 (R. 9189).

En términos generales, en esta cuestión habría de estarse al contenido de los Estatutos o Reglamentos de la Junta en las sociedades cotizadas, en cuanto al posible nombramiento de un “Director en Funciones” u organizador provisional, aunque hay que expresar que la frecuente inatención estatutaria de nuestras sociedades a cuestiones orgánicas de desarrollo implica que normalmente se obvие cualquier regulación en este sentido⁽⁶⁷⁾. Así pues, y para responder al interrogante planteado, hemos de recordar otra vez que la unanimidad es el principio de decisión más objetivo y fácilmente comprobable por todos los miembros de la colectividad, debido a su carácter semi-automático. Sin embargo, tampoco es menos cierto que, aun en estas decisiones fácilmente comprobables, siempre es conveniente la existencia de un poder que regule el desarrollo corporativo del acuerdo, o la existencia de algún pequeño sistema de procedimiento dentro del proceso por cuestiones de seguridad jurídica. Ello además teniendo en cuenta que también, como ya se ha adelantado, se puede *llegar a la unanimidad*, evidentemente, a través de un procedimiento reglado, procedimental y dilatado en el tiempo, en donde el resultado final de la votación fuera en su totalidad a favor de la medida propuesta y sometida a decisión, en este caso la constitución en Junta por parte los presentes⁽⁶⁸⁾.

De esta forma, parece conveniente que, aunque este acuerdo o decisión ha de tomarse de manera unánime, debería recurrirse a la existencia de un “Director en Funciones” para su desarrollo. Y ello no sólo por conveniencia operativa o seguridad jurídica, sino por necesidad en algunos casos. Piénsese en lo que se necesita para tomar esta decisión unánime como requisitos procedimentales básicos. El primero de ellos será la *comprobación* de que realmente está presen-

(67) Destaca, a un nivel general, la nula o escasa atención de los Reglamentos de la Junta aprobados hasta la fecha en todo lo referente a la figura de la Junta universal. En rara ocasión se refieren a ella, y cuando lo hacen es normalmente para establecer una mera repetición de los preceptos de la LSA. Así por ejemplo, el artículo 30 del Reglamento de GAS NATURAL SDG, S.A. establece: “No obstante lo dispuesto en los artículos anteriores, la Junta se entenderá convocada y quedará válidamente constituida para tratar cualquier asunto siempre que esté presente todo el capital social y los asistentes acepten por unanimidad la celebración de la Junta. En este caso la Junta podrá celebrarse en cualquier lugar”. En parecido sentido se expresa el artículo 3.3 del Reglamento de ENAGÁS, S.A.: “Podrá celebrarse Junta Universal, en los términos y condiciones previstos en la legislación vigente, cuando concurra la totalidad del capital social y los asistentes acuerden unánimemente la celebración de la Junta. A esa Junta le será de aplicación lo previsto en este Reglamento con las adaptaciones que, por la propia naturaleza de tal Junta, le sean de aplicación”.

(68) En este sentido GALGANO, quien expresa que “en la sociedad de capitales, la necesidad del método colegial no se ve derogada ni siquiera en la hipótesis en la cual todos los miembros del grupo decidan unánimemente”. Dicho de otra forma, también las decisiones unánimes, una vez impuesto el método colegial, deben tomarse a través del colegio (GALGANO, *Il principio di maggioranza nelle società personali*, Cedam, Padua, 1960, p. 236).

te en la decisión todo el capital social de la sociedad, con lo que habrá de redactarse, o al menos comprobarse, una lista de asistencia o lista de quórum *oficiosa*. Ciertamente que esta labor podría pensarse que la pudieran realizar los socios ellos mismos, pero recuérdese que siempre hay supuestos hipotéticos en los que se necesita de un poder de dirección unificado, pues las manifestaciones emanadas de los socios —tendientes a unirse o no a la unanimidad— siguen siendo *manifestaciones de voluntad*, con lo que dicho componente de *voluntariedad* implica a algún sujeto independiente que controle y verifique las manifestaciones de los socios. De esta forma deben controlarse los posibles vicios de voluntad de estas manifestaciones, porque ¿acaso unos socios no podrían coaccionar a otros para que se unan a la unanimidad? ⁽⁶⁹⁾ o, en sentido inverso, ¿no es cierto que unos socios no podrían coaccionar a otros para que guardaran silencio y no se manifestasen contra la unanimidad ⁽⁷⁰⁾? Nos encontraríamos así ante voluntades viciadas, que deben reputarse nulas, por lo que opinamos que se necesita un ente *autónomo* que controle y verifique esa nulidad, esto es, un “Director en Funciones” que organice y supervise la decisión unánime ⁽⁷¹⁾.

Igualmente surgen cuestiones operativas que necesitan de un criterio autónomo y externo-organizador, como son por ejemplo *aceptar* o no las propuestas de puntos del orden del día que se pudieran someter a votación unánime, y que pudieran emanar de los socios espontáneamente. Recuérdese que en las juntas universales se carece de orden del día —al menos en teoría—. Pero aunque asumiéramos la frecuente existencia de un orden del día “oficioso”, éste puede ser reconstruido, aumentado o disminuido por parte de los socios de manera

⁽⁶⁹⁾ En este sentido, la RDGRN de 7 de febrero de 1996 (R. 1026) expresa con notable rigor que “basta el silencio de uno solo de los socios” para que la Junta Universal no pueda tenerse por válidamente constituida.

⁽⁷⁰⁾ Recuérdese que una vez que se ha alcanzado la unanimidad la Junta queda constituida y ya no es necesaria la presencia de todo el capital, con lo que en este caso no podría esgrimirse que al socio obligado o coaccionado en su decisión le queda el remedio de abandonar la Junta para romper la unanimidad [STS de 23 de diciembre de 1997 (R. 9189)].

⁽⁷¹⁾ De gran interés en este sentido resulta TRIMARCHI, quien distingue entre la voluntad de los votantes y la voluntad de la asamblea. Diferencia este autor entre vicios del voto y vicios de la deliberación; el vicio de la capacidad, de la voluntad y de la declaración del socio son vicios del voto (aunque probablemente estos vicios también repercutirán sobre la deliberación), mientras que los vicios del contenido y del objeto —siendo idéntico en el voto y en la deliberación— son comunes a ambos campos (TRIMARCHI, *Invalidità delle deliberazioni...*, cit., p. 20). En general, TRIMARCHI es partidario de aplicar a la deliberación en Junta los principios generales de invalidez del negocio jurídico, ya que por definición y según este autor existe aquí voluntad declarada de uno o varios sujetos de hacer conseguir un determinado evento o los efectos propios del negocio jurídico (TRIMARCHI, *ibidem*, pp. 30 y 39, siguiendo a CARIOTA-FERRARA, *Il negozio giuridico*, Nápoles, 1948, p. 334).

espontánea *in situ*, con lo que someter a “votación unánime” *todas y cada una* de las propuestas de puntos del orden del día que surgieran en ese acto podría ser algo inoperable. Así pues, un sujeto coordinador debería decidir cuáles son las pertinentes y merecedoras de su deliberación unánime, y no sólo eso, sino que ese organismo externo o “Director en Funciones” puede también atender a decisiones procedimentales como si todas las propuestas se fueran a aprobar por unanimidad de manera conjunta, o bien se aprobarán unánimemente una por una, y en este último supuesto el *orden* en que éstas se someten a aprobación. Igualmente, alguien debe decidir cuál va a ser la redacción concreta de la propuesta de acuerdo que se somete a la aprobación unánime⁽⁷²⁾.

Ciertamente y de nuevo podría argumentarse que todas estas labores pueden ser realizadas por los propios socios, máxime cuando la figura de la Junta Universal se ha diseñado legalmente para sociedades anónimas cerradas o de pocos accionistas, donde es cierto que las reuniones pueden ser aseQUIblemente controladas y dirigidas por aquéllos⁽⁷³⁾. Pero nótese que la figura de la Junta universal también puede darse con facilidad en sociedades medianas compuestas de veinticinco o treinta socios, reunidos para este tipo de junta a través de convocatoria informal (telefónica, e-mail, fax, etc.)⁽⁷⁴⁾. En este tipo de sociedades donde el número de socios comienza ya a ser difícilmente controlable, se necesita, posiblemente, un elemento organizador y director, esto es, un “Director en Funciones” que rijá el desarrollo de las vicisitudes expuestas hasta ahora. Además, en todo caso se necesita un ente que verifique *no sólo la unanimidad fáctica* de los socios en cuanto a constituirse en Junta y a decidir el orden del

(72) Aunque no parece un error insubsanable que la propuesta concreta de votación se profile definitivamente *a posteriori* en la votación, durante el desarrollo de la Junta y por parte de la Mesa presidencial, la cual ya existe en ese estadio. Ciertamente deben distinguirse esos dos objetos, esto es, el *asunto o punto del orden del día* y la *expresa propuesta* de votación a aprobar (derivada del anterior). Distinción que en nuestro país y hasta épocas muy recientes se realizaba de forma defectuosa y discrecional por parte de los sujetos que convocaban la Junta y redactaban el Orden del Día —generalmente los administradores—. Así pues, un punto integrante del Orden del Día de la Junta puede ser: “PUNTO PRIMERO: NOMBRAMIENTO O REELECCIÓN DE AUDITOR DE CUENTAS DE LA SOCIEDAD, Y DE SU GRUPO CONSOLIDADO”, mientras que la propuesta concreta a aprobar, derivada del mismo, sea: “*Reelegir como Auditor de Cuentas de REPSOL YPF, S.A. y de su Grupo Consolidado a la Sociedad ‘Deloitte & Touche España, SL’, por el período legalmente establecido de una anualidad, y encomendarle igualmente la realización de los demás servicios de Auditoría exigidos por la Ley que precisare la Sociedad hasta la celebración de la próxima Junta General Ordinaria*” (REPSOL YPF, S.A., Junta General Ordinaria de marzo de 2004).

(73) *Vid.* BERZARD, quien señala que todo aquello que se prohíbe a la Asamblea Extraordinaria puede, no obstante, ser decidido por el voto unánime de los accionistas (BERZARD, *La Société Anonyme*, París, 1986, p. 315).

(74) Para las vicisitudes *procedimentales* de la convocatoria informal de la Junta Universal *vid.*, entre otras, STS de 30 de mayo de 1975 (R. 2240).

día, sino también que verifique “*formalmente*” dicha unanimidad, o el momento de alcanzarse ésta al que nos referíamos en párrafos anteriores. Su constatación formal, por tanto, propiciaría la válida constitución de la Junta⁽⁷⁵⁾, y evitaría probablemente enfrentamientos entre los socios, dando paso entonces a la siguiente fase de la Junta, cual es en términos generales la fase de deliberación y la subsiguiente votación⁽⁷⁶⁾.

Ante esta coyuntura se plantea el problema de quién ha de ser, o cómo podría elegirse, al “Director en funciones” por parte de los asistentes. En general, la cuestión debería diferenciarse en dos planos, esto es, debe distinguirse por una parte el caso de que en los Estatutos de la sociedad que celebra la Junta exista ya un sujeto designado para el puesto de Presidente de la Junta, o en su defecto exista Presidente del Consejo de Administración, que a falta de sujeto designado en los Estatutos debe asumir el cargo (artículo 110.1 de la LSA)⁽⁷⁷⁾. Por otro lado deberá analizarse el supuesto donde no exista designación del Presidente en los Estatutos (ni existiera Consejo de Administración en la sociedad)⁽⁷⁸⁾.

En el primero de los casos, esto es, cuando exista en los Estatutos persona designada para la Presidencia, o en su defecto, Presidente del Consejo de Administración, debe establecerse que, de estar presente esta persona en la reunión (lo cual será seguro si es un accionista)⁽⁷⁹⁾ deberá aquélla constituirse como el

(75) En contra quizá la STS de 14 de marzo de 1998, que parece dar a entender que la verificación de los requisitos de constitución de la Junta Universal los debe realizar, *a posteriori*, la Mesa de la Junta, una vez constituida ésta. Señala esta resolución que para la válida convocatoria de la Junta Universal “basta la constancia, bajo la fe del secretario”, de la presencia de la totalidad del capital, así como la unanimidad en el acuerdo de reunirse en una Junta.

(76) Para las fases o “estadios” del desarrollo de la Junta, de nuevo, SÁNCHEZ CALERO, F., en *Instituciones...*, cit., pp. 353 y ss.

(77) El artículo 110.1 de la LSA establece: “*La junta general será presidida por la persona que designen los estatutos; en su defecto, por el Presidente del Consejo de Administración, y a falta de éste, por el accionista que elijan en cada caso los socios asistentes a la reunión*”.

(78) Realmente, la existencia de Consejo de Administración es muy dudosa en las sociedades donde se celebran juntas universales, que conforme a lo ya señalado suelen ser sociedades de reducidas dimensiones y de carácter cerrado o familiar.

(79) Recuérdese que también el Presidente de la Junta designado por los Estatutos puede no ser accionista de la sociedad. *Vid.*, entre otros, GIRÓN TENA, *Derecho de sociedades...*, cit., p. 298 y VICENT CHULIÁ (*Introducción...*, cit., p. 332). Creencia doctrinal que se refrenda por la propia ley, cuando el mismo artículo 110 de la LSA establece que el Presidente de la Junta, en defecto de designación estatutaria, será “el Presidente del consejo de administración”, que como administrador, es sabido, no necesariamente debe ser accionista, a menos que los Estatutos indiquen lo contrario (artículo 123.2 de la LSA).

“Director en Funciones” para dirigir y organizar la toma de decisión unánime. Y ello debe ser por lógica jurídica, pues es innegable en este caso la proximidad de las dos figuras analizadas (Presidente de la Junta-Director en Funciones)⁽⁸⁰⁾. Sin embargo, ha de hacerse notar que en este caso la persona designada en los Estatutos actúa como “Director en Funciones” y no aún como verdadero Presidente de la Junta —pese a que sí lo será en el futuro inmediato—, y ello porque la Junta de Socios, como sabemos, todavía no ha nacido como órgano colegiado. Así, debe quedar claro que dicho sujeto todavía no puede beneficiarse de los mismos poderes y prerrogativas típicos del Presidente de la Junta indicados por la ley, Doctrina y Jurisprudencia⁽⁸¹⁾.

En el segundo supuesto, es decir, cuando no exista persona designada en los Estatutos ni Presidente del Consejo de Administración, parece defendible argumentar que los socios deberían elegir también por unanimidad al Director en Funciones, antes de comenzar el proceso decisorio sobre celebrar la Junta y la decisión de los asuntos del orden del día. Dicho en otras palabras, la designación del “Director en Funciones” debería ser la primera decisión unánime que tomaran los socios reunidos. Y que el principio de unanimidad es el que debe regir también para esta designación del “Director en Funciones” se deduce por aplicación analógica, aunque no se refiera a ella el texto del artículo 99 de la LSA, y ello porque la unanimidad es la norma que rige todo el procedimiento de la Junta Universal en esta fase previa a su constitución. Una vez elegido el Director, él mismo será el que dirija el resto de decisiones unánimes (celebrar la Junta y los puntos del orden del día) que deben desarrollarse. Esta segunda opción presenta el riesgo de que la decisión unánime *consistente en elegir al director en funciones* se toma, precisamente, sin las garantías del elemento

(80) En este sentido, de nuevo conviene recordar el contenido de los artículos 97 y 99 del RRM. Ambos preceptos se refieren al contenido del acta de la Junta General de accionistas, y en primer término el artículo 97.3 expresa que en el acta debe constar “*el texto íntegro de la convocatoria o, si se tratase de Junta o Asamblea universal, los puntos aceptados como orden del día de la sesión*”. Por su parte, el artículo 99.3 RRM establece como requisito que en la misma acta consten la firma de secretario y el visto bueno del Presidente de la Junta. Es cierto que ambos preceptos establecen estas menciones obligatorias como eventos sucesivos y no paralelos en el tiempo, pero esta redacción hace denotar que si el Presidente debe dar su visto bueno al acta, en la que también constan los puntos del orden del día que se decidieron unánimemente —antes de que la Junta naciera—, alguna autoridad (quizá él mismo) debió verificar la válida asunción unánime de aquellos puntos del orden del día, a efectos de la posterior votación y aprobación mayoritaria.

(81) Para los poderes genéricos del Presidente de la Junta, véase ESTEBAN VELASCO, G., Voz “El Presidente de la Junta General de accionistas”, en *Enciclopedia Jurídica Básica*, ed. Civitas, Madrid, 1995; y también del mismo autor “La junta general de la sociedad anónima: funcionamiento y, en particular, las funciones del Presidente”, RJCLM, 1994. *Vid.* también RDGRN de 21 de septiembre de 1984.

organizador que será éste, pudiendo surgir de nuevo los mismos problemas operativos. Así, parece que entramos en un círculo vicioso, el cual probablemente podría solucionarse a través de la actuación provisional de algún sujeto presente en la Junta que ostente un cargo social, quizá un Administrador de la sociedad. Téngase en cuenta que en la Junta Universal, como se ha dicho, es frecuente la presencia de los administradores, aunque no lo establezca expresamente así el artículo 99 de la LSA, y ello sabiendo que tampoco es necesario que deban aunarse a la unanimidad, siempre que no sean también socios. Efectivamente, la presencia de los administradores de la sociedad es algo habitual, máxime cuando la mayoría de las juntas universales vienen precedidas, como ya se ha dicho, por convocatorias informales⁽⁸²⁾. Así, parece que incluso el propio administrador presente debería ofrecerse para actuar él mismo como Director en Funciones, como consecuencia lógica de su deber de diligencia exigido por la ley.

Una vez existente el Director en Funciones⁽⁸³⁾, que idealmente debería ser un administrador presente, aparece un elemento organizador que será el que rija la adopción de las decisiones unánimes procedentes, esto es, la decisión de constituirse en Junta y la elección del orden del día de ésta. Aunque de nuevo ha de hacerse notar que aquí el “Director en funciones”, estando todavía la Junta en el estadio previo a su constitución, no tiene la consideración de Presidente del órgano, pues aquélla aún no se ha constituido como colegio. Posteriormente, y cuando ya se hayan tomado correcta y efectivamente las decisiones unánimes pertinentes, bajo la labor organizativa de aquél, decaerá su poder y surgirá el poder del Presidente de la Junta, que en el primer supuesto estudiado (esto es, cuando el mismo sujeto designado originariamente como Presidente de la Junta en los Estatutos se hubiera constituido también como “Director en funciones”) la transición se hará de forma automática.

Por último es interesante hacer notar que en el segundo de los supuestos descritos, es decir, cuando no hubiera en Estatutos persona designada para el cargo de Presidente, ni exista Presidente del Consejo de Administración, nada más cesar en sus labores el “Director en Funciones” la transición no es automática, y habrá de recurrirse ahora a la designación de Presidente conforme al

⁽⁸²⁾ En general, a favor de la asistencia de los administradores a las juntas universales, OTERO LASTRES, (“El requisito de la aceptación unánime...”, cit., p. 1242). Por su parte, GIRÓN opina para esta exigencia que la ley no establece la obligación de asistencia de los administradores en la Junta Universal pero también que la “regularidad de las relaciones entre los órganos” probablemente requiere tal presencia (GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades...*, cit., p. 274).

⁽⁸³⁾ El cual parece que habría de aceptar expresamente su función, pues a nadie puede obligarse en contra de su voluntad, conforme a las reglas generales del artículo 1262 del CC.

método recogido en el artículo 110 de la LSA, esto es, “por los socios asistentes” según regula el artículo 110.1 de la LSA *in fine*. Efectivamente, recuérdese de nuevo que en el supuesto de que no exista persona designada en los Estatutos como Presidente —ni Presidente del Consejo de Administración—, el dictado del 110.1 de la LSA alcanza también a la Junta Universal, con lo que deberá procederse ahora a la elección de Presidente, en este caso por mayoría y no por unanimidad, pues ahora en este estadio y como se ha dicho, ya han cesado las peculiaridades que la ley establece para la Junta Universal. Elección del Presidente de la Junta “por los socios asistentes a la reunión”, la cual, tampoco está exenta de problemas y complicaciones operativas⁽⁸⁴⁾.

VI. A MODO DE CONCLUSIÓN

El artículo 99 de la LSA, al regular en la Ley de Sociedades Anónimas la figura de la Junta Universal, presenta una redacción más bien parca y limitada, al expresar solamente que “... *la junta se entenderá convocada y quedará válidamente constituida para tratar cualquier asunto siempre que esté presente todo el capital social y los asistentes acepten por unanimidad la celebración de la junta*”.

El planteamiento legal de la unanimidad para esta cuestión se basa en el otorgamiento al socio de un instrumento adecuado para evitar que, debido a su desinformación, puedan tratarse en la Junta asuntos potencialmente dañinos para sus intereses, sobre los cuales no ha podido informarse debidamente. Igualmente, es posible que la ley pretenda imponer para la adopción de este acuerdo el principio de unanimidad por ser el más fácilmente operativo y probable dentro de una colectividad, ya que los socios están tomando una decisión antes de que el órgano de la Junta exista verdaderamente, y por tanto, puedan aplicarse las normas colegiales de procedimiento.

Debido a la limitada redacción del artículo 99 de la LSA, ya tempranamente la Doctrina y la Jurisprudencia resolvieron que los dos factores recogidos en el precepto deben darse de manera conjunta, esto es, que todos los asistentes a la reunión deben estar presentes de manera efectiva y, además, que ninguno de ellos se oponga a que se celebre la Junta de accionistas en ese momento. Igualmente, de forma doctrinal ha tenido que resolverse la cuestión de la decisión atinente al orden del día, en cuanto a que, pese al texto de la ley, debe ser

⁽⁸⁴⁾ *Vid.* SÁNCHEZ LINDE, M., “La elección del Presidente de la Junta de Accionistas por los socios asistentes a la reunión. El artículo 110.1 de la LSA”, en *RdM*, núm. 263 (enero-marzo), Madrid, 2007.

adoptado también unánimemente. En general, cualquier asistente puede negarse a adherirse a la unanimidad en dichas cuestiones, sin tener que motivar su negativa.

Se presentan igualmente dudas sobre quiénes han de ser los sujetos que deben participar en la decisión unánime, ya que el artículo 99 de la LSA se limita a expresar que “debe estar presente todo el capital social”. Ciertamente, aparecen estas inseguridades para esta decisión unánime, centradas en cuáles son los títulos legitimados para participar en la decisión, la posibilidad de que los accionistas participen en la misma a distancia, la posible participación o no de los representantes de los socios ausentes, y sus prerrogativas y comportamiento debido por ellos en cuanto a la adherencia a esa unanimidad. En general, debe entenderse que han de participar y adherirse todos aquellos sujetos cuyos títulos computen como capital social. Así, deberán aunarse a la unanimidad, para que la Junta se considere válidamente celebrada, los accionistas sin voto, los usufructuarios y acreedores pignoratícios cuando tengan asignado el ejercicio de los derechos del socio en Estatutos. También entrarían en esa categoría los titulares de acciones rescatables, pero no los titulares de obligaciones canjeables o convertibles en acciones, y tampoco los obligacionistas. Igualmente no es necesaria la aceptación de la unanimidad por parte de los administradores presentes, siempre que no sean también accionistas. Tampoco participarán en la reunión los gerentes o directivos de la sociedad presentes, el comisario del sindicato de obligacionistas o cualquier otro sujeto que asista a la Junta en virtud de autorización estatutaria del artículo 102.4 de la LSA.

Mayores dudas surgen en torno a la posible participación de los representantes de los socios ausentes en el acuerdo unánime, y de ser así, además, cuál ha de ser su actitud y sus requisitos en referencia a los intereses de su mandante. En general, debe opinarse que el representante ha de tender a adherirse a la unanimidad, pues parece que su representado lo ha enviado a la reunión para que surja la Junta, normalmente consciente de cuáles son los asuntos a tratar recogidos el orden del día “oficioso”, en la práctica anexo a la convocatoria informal de las Juntas universales. De surgir espontáneamente otros asuntos no contemplados en el orden del día “oficioso”, parece que es ése un riesgo que debe asumir el mandante cuando envía a un representante a una posible Junta de Accionistas “universal”. Ello se observa más fácilmente en los supuestos de representación familiar o posesión de un poder general por parte del representante.

En general, la cuestión de la representación de los socios en Junta Universal no es una cuestión pacífica en la Doctrina, ya que varios autores exigen, cuando surgen espontáneamente nuevos asuntos no incluidos en el orden del día “oficioso”, una nueva conformidad del mandante (“unanimidad duplicada”), o una ampliación de su poder en todo caso. Por contra, opinamos que esta exigen-

cia se configura como demasiado rigurosa, pues parece que en esta sede, ante todo es conveniente que llegue a surgir o constituirse la Junta —lo que se consigue si el representante se adhiere a la unanimidad—, pues posteriormente a éste siempre le será posible conseguir la ampliación de su poder —o una nueva representación completa— en el propio acto de la Junta, quizá a través de medios telemáticos. Además y en última instancia, siempre le queda al representante, durante la Junta y *a posteriori*, el recurso de votar en contra de los acuerdos que considere dañinos para su representado, lo cual además le permitirá probablemente eximirse de responsabilidad en caso de que un acuerdo perjudicial para su mandante llegue a adoptarse.

En lo que respecta a la posibilidad de participación en la decisión unánime por medios “extraasamblearios” o “a distancia”, debemos negar esa opción, pues el tenor del artículo 105.4 de la LSA implica que legalmente ese mecanismo se otorga sólo para supuestos de auténtica votación en Junta, una vez ya conformada esta, mientras que en el estadio donde se desarrolla el acuerdo unánime la Junta de Accionistas todavía no ha nacido. Todo ello además acorde con el espíritu de la ley, en cuanto a que el legislador implementó la operativa del voto a distancia con el objetivo de facilitar la participación del socio en las grandes sociedades anónimas, y no para sociedades cerradas o familiares, como suelen ser aquellas que celebran juntas universales.

El artículo 99 de la LSA tampoco ofrece claridad en cuanto al momento en que el acuerdo unánime de los socios queda perfeccionado y, por tanto, surge y se constituye la Junta de Socios. Este precepto sólo expresa que para que se constituya la Junta debe estar presente todo el capital social y los asistentes “*acepten por unanimidad la celebración de la junta*”. Así, el momento exacto de la constitución y existencia de la Junta dependerá del modo o manera en que los presentes hayan organizado su decisión. En este sentido, lo más habitual será que se presente a la generalidad de los asistentes la posibilidad de celebrar Junta, y que ningún asistente manifieste contrariedad. En ese momento —si también la decisión unánime engloba el orden del día— deberá considerarse constituida la Junta. Si por el contrario los presentes organizan un método de decisión unánime más elaborado y complejo habrá que esperar a que dicho procedimiento fructifique, esperando a que el último de los asistentes consultados manifieste su aprobación en cuanto a la celebración de la Junta y el orden del día de la misma.

En general, la cuestión de la confección del orden del día es problemática en cuanto a la determinación del momento de perfección del acuerdo unánime, pues cierta doctrina acepta que la Junta se constituya con la simple unanimidad que decida celebrar o constituir Junta, pudiendo posteriormente y sobre el desarrollo de la misma decidir de forma sucesiva los asuntos a debatir y votar. En puridad, esto parece una interpretación forzada del artículo 99 de la LSA y en

cierto modo contradictoria, pues una vez constituida la Junta las decisiones se han de tomar por mayoría y no por unanimidad (artículo 93 de la LSA), constituyendo además una adaptación, un tanto artificial, de la voluntad de los presentes a la existencia de la Junta y no al revés, lo cual debería ser el verdadero espíritu del artículo 99 de la LSA.

En cuanto a los aspectos procedimentales del acuerdo unánime que deben adoptar los socios, inevitablemente surgen dificultades operativas, ya que asistimos a decisiones que han de adoptar los socios sin que exista auténticamente el órgano colegiado, porque precisamente el requisito para que la Junta nazca es la válida decisión o “acuerdo” unánime por parte de aquellos socios. Y si bien la unanimidad es un principio decisorio fácilmente comprobable por los miembros de la colectividad y cuasi-automático en su funcionamiento, también es cierto que surge en este supuesto la necesidad del nombramiento de un Director en Funciones o “Director Provisional” aunque sólo sea para las labores básicas de comprobar formalmente la unanimidad y vigilar las coacciones de unos socios sobre otros, así como las irregularidades generales del procedimiento. Dificultades operativas que suponen pocos problemas en las sociedades cerradas, pero que pueden crecer considerablemente si la Junta pertenece a una sociedad mediana, ya con un número considerable de miembros reunidos mediante convocatoria informal.

El “Director en Funciones” debería ser, por razonamiento analógico, la persona designada en los Estatutos como Presidente de la Junta en ciernes, que ejercerá su labor provisionalmente hasta que la Junta nazca de manera efectiva. De no existir esta persona, su elección como Director en Funciones debería ser la primera de las elecciones unánimes que tomaran los socios reunidos, también por analogía, por cuanto que en este estadio las decisiones colectivas a adoptar se basan en el principio de la unanimidad. Para objetivizar más aún la elección, podría designarse como Director a un administrador de la sociedad, quizá no participante pero sí presente, que vigilara el acuerdo unánime, y que cesara su actividad al verdadero Presidente de la Junta en cuanto dicho acuerdo se hubiera verificado, y por tanto, nazca la Junta⁽⁸⁵⁾.

De cualquier manera y a nivel operativo, para este supuesto sería interesante que los Estatutos de las sociedades españolas —o los Reglamentos de

⁽⁸⁵⁾ En este sentido, RUBIO considera que, en general, en este tipo de supuestos los administradores deben tener la previsión de la designación de una *mesa provisional*, pues a ellos compete el cumplimiento de las obligaciones de la sociedad entre las juntas (RUBIO, *Curso...* cit., p. 233).

Junta existentes— entraran a regular la cuestión, cosa que hasta ahora no se ha realizado. Recuérdese que al margen de la posible existencia de directores provisionales en la adopción del acuerdo —u organización autónoma por parte de los accionistas—, el acuerdo unánime deberá ser tomado por los accionistas “ellos solos”, de nuevo como consecuencia de la falta de la aplicación de los preceptos reguladores del colegio. Por ello la regulación estatutaria de la sociedad, atendiendo a su finalidad esencial, debería señalar o indicar a los accionistas pautas operativas para la toma de su decisión unánime⁽⁸⁶⁾. Sin embargo, debido a la clásica falta de atención estatutaria española a las cuestiones de funcionamiento corporativo de la sociedad⁽⁸⁷⁾, es habitual que la reglamentación estatutaria (y reglamentaria) no entre a valorar estas cuestiones, con lo que puede decirse que los accionistas en la práctica actúan sin un protocolo procedimental válido⁽⁸⁸⁾.

Por último, varias de estas indeterminaciones podrían solucionarse con una más clara redacción de la ley, en este caso del artículo 99 de la LSA. Ciertamente, el artículo 99 de la LSA redactado en los términos actuales puede dar lugar a errores o dudas interpretativas, aunque bien es cierto que la mayoría de leyes continentales europeas (excepto quizá la italiana), en lo que a la constitución de la Junta universal se refiere, presentan un tenor literal bastante pareci-

⁽⁸⁶⁾ En lo que al problema de la representación en la Junta Universal se refiere, ya la RDGRN se ha mostrado partidaria de la inscripción de cláusulas en los Estatutos en las cuales se recoja la regulación que cada sociedad decida en lo relativo a la representación del socio ausente en Junta (vid. RRDGRN de 7 de febrero de 1996, 25 de marzo de 1997 y 27 de octubre de 1998). En este sentido se ha propuesto, como cuestión previa a la válida constitución de la Junta, exigir estatutariamente que el representante declare aceptar la decisión de convocar la Junta y aceptar el orden del día, con pleno conocimiento de su representado. En este sentido CERDÁ ALBERO, quien señala que tales garantías estatutarias tampoco suponen un grave entorpecimiento operativo (CERDÁ ALBERO, F., “Comentario a la RDGRN de 27 de octubre de 1998”, *RGD* núm. 663, 1999, p. 14684).

⁽⁸⁷⁾ En general, la ausencia de regulación estatutaria sobre los procesos corporativos internos de la sociedad anónima es una cuestión bien conocida en nuestro derecho, como frecuentemente señala la DGRN. En este sentido, la RDGRN de 21 de septiembre de 1984 expresa textualmente que “la autonormación estatutaria es inhabitual” en todo lo que se refiere a la operativa interna del desarrollo de la Junta de Accionistas.

⁽⁸⁸⁾ En general, este tipo de decisiones o acuerdos tomados al margen de la existencia de Junta como órgano colegiado es una de las cuestiones en donde se deben maximizar los principios de buena fe, respeto al interés social y corrección en las relaciones societarias por parte de los sujetos intervinientes, dada la ausencia de preceptos legales aplicables e inseguridad jurídica global (vid. OPPO, “Le convenzioni parasociali”, *Riv. dir. civ.*, 1987, I, pp. 526 y ss.).

do a la LSA española⁽⁸⁹⁾. De cualquier forma, quizá hubiera sido más oportuno adoptar para la sociedad anónima la redacción del artículo 48.1 de la LSRL, precepto que en dicho texto legal regula la Junta Universal de una manera más precisa: “La Junta General quedará válidamente constituida para tratar cualquier asunto, sin necesidad de previa convocatoria, siempre que esté presente o representada la totalidad del capital social y los concurrentes acepten por unanimidad la celebración de la reunión y el orden del día de la misma”.

VII. NOTA BIBLIOGRÁFICA

BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho Mercantil*, 7.ª ed., Madrid, 1987.

— *Manual de derecho mercantil*, t. 1, Madrid, 2002.

BEZARD *La Société Anonyme*, París, 1986.

CABANAS TREJO, en AA.VV., *La sociedad de responsabilidad limitada*, t. I, Madrid, ed. Colegios Notariales de España, 1995.

CALAZA LÓPEZ, M.ª S., *El proceso de formación de la voluntad social de las sociedades anónimas y cooperativas (Vicios de contenido y de procedimiento)*, Dykinson, Madrid, 2003.

CARIOTA-FERRARA, *Il negozio giurídico*, Nápoles, 1948.

(89) El Código de Comercio francés, en su artículo 225-104, expresa que “*La convocatoria de las juntas de accionistas será realizada en las formas y plazos fijados por decreto adoptado en Conseil d’Etat. Toda junta convocada irregularmente podrá ser anulada. Sin embargo, la acción de nulidad no será admisible cuando todos los accionistas hubiesen estado presentes o representados*”. Por su parte, el artículo 126.1 AktG señala que “*Sind alle Aktionäre erschienen oder vertreten, kann die Hauptversammlung Beschlüsse ohne Einhaltung der Bestimmungen dieses Unterabschnitts fassen, soweit kein Aktionär der Beschlußfassung widerspricht*”. Algo más elaborado aparece el texto del artículo 701 del Código de Obligaciones suizo, presentando la siguiente redacción: “*1) Les propriétaires ou les représentants de la totalité des actions peuvent, s’il n’y a pas d’opposition, tenir une assemblée générale sans observer les formes prévues pour sa convocation. 2) Aussi longtemps qu’ils sont présents, cette assemblée a le droit de délibérer et de statuer valablement sur tous les objets qui sont du ressort de l’assemblée générale*”. Por último, y quizá con la redacción más conseguida, el artículo 2366 *in fine* del Codice Civile italiano establece: “*In mancanza delle formalità suddette, l’assemblea si reputa regolarmente costituita, quando è rappresentato l’intero capitale sociale e partecipa all’assemblea la maggioranza dei componenti degli organi amministrativi e di controllo. Tuttavia in tale ipotesi ciascuno dei partecipanti può opporsi alla discussione bene degli argomenti sui quali non si ritenga sufficientemente informato. Nell’ipotesi di cui al comma precedente, dovrà essere data tempestiva comunicazione delle deliberazioni assunte ai componenti degli organi amministrativi e di controllo non presenti*”.

CERDÁ ALBERO, F., “Comentario a la RDGRN de 27 de octubre de 1998”, *RGD*, núm. 663, 1999.

ELÍAS OSTUA, “La junta universal”, *RdS*, núm. 3, 1994.

ESTEBAN VELASCO, G., Voz “El Presidente de la Junta General de accionistas”, *Enciclopedia Jurídica Básica*, Civitas, Madrid, 1995.

— “La junta general de la sociedad anónima: funcionamiento y, en particular, las funciones del Presidente”, *RJCLM*, 1994.

FERRARA y CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milán, 1994.

FOSCHINI, “Sul diritto di discussione in assemblea”, en *Riv. soc.*, 1962.

GALGANO, *Il principio di maggioranza nelle società personali*, Cedam, Padua, 1960.

GARCÍA LUENGO y SOTO VÁZQUEZ, *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima (comentario y jurisprudencia)*, Granada, 1991.

GARRIGUES, *Curso de Derecho Mercantil*, Bogotá, 1987.

GARRIGUES/URÍA, *Comentario a La Ley de Sociedades Anónimas*, vol. II, Madrid, 1952.

— *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1976.

GIERKE, *Derecho Comercial y de la navegación*, Buenos Aires, 1957.

GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid, 1952.

HERNÁNDEZ MARTÍ, J., “La Junta General de la Sociedad Anónima”, *RGD*, mayo de 1993.

JUSTE MENCÍA, “Derechos de Minoría”, en *Derecho de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, AA.VV., (coord. RODRÍGUEZ ARTIGAS, F.), vol. I, McGraw-Hill, Madrid, 1996.

LUCAS FERNÁNDEZ, F., *Temas sobre sociedades Anónimas. Escrituras de Constitución. Ampliación de capital*, Edersa, Madrid, 1991.

MADINA, F., *La adopción de acuerdos en la Sociedad Anónima. Quórum de constitución y mayorías*, Marcial Pons, Madrid, 2004.

MARTÍ LACALLE, R., “La representación familiar del accionista en Junta Universal”, en *RdM*, núm. 230, 1998.

MÉRIDA RAMOS, B., “Certificaciones de actas de Juntas Generales (Universales) y de Consejos de Administración, emitidas por el Secretario con el visto bueno del Presidente, para su protocolización en escritura pública o legitimación notarial de firmas, y posterior inscripción en el Registro Mercantil”, *RdS*, núm. 1, 1993.

MORRAL SOLDEVILLA, R., “La convocatoria de la Junta General de accionistas. Algunos problemas en torno a su régimen jurídico”, en *Libro Homenaje al Profesor Sánchez Calero*, vol. II, Madrid, 2002.

— “De la Junta general”, en ARROYO y EMBID (coords.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, vol. II, Madrid, 2001.

MUÑOZ PLANAS, J.M., “Reseñas de Jurisprudencia Mercantil”, *RdM*, núm. 85, 1962.

NAVARRO VIÑUALES, J.M., “Renuncia de un administrador mancomunado en el seno de la Junta General”, *RjN*, núm. 14, 1995.

OPPO, “Le convenzioni parasociali”, *Riv. dir. civ.*, 1987.

OTERO LASTRES, J.M., “El requisito de la aceptación unánime en la Junta Universal de la Sociedad Anónima”, en *Libro Homenaje al Profesor Sánchez Calero*, vol. II, Madrid, 2002.

PESCATORE, “Sul diritto d’ intervento in assemblea degli azionisti privilegiati privi di voto”, en *Riv. dir. comm.*, II, 1996.

PETTITI, “Note sul Presidente dell’assemblea di società per azioni”, en *Riv. Soc.*, 1963.

PONDS KOBLER, G., “Shareholder Voting Over Internet: A proposal for increasing Shareholder Participation in Corporate Governance”, en *Alabama Law Review*, núm. 2 (vol. 49), 1998.

RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., *La representación de los accionistas en la Junta General de la Sociedad anónima*, Madrid, 1990.

ROMERO FERNÁNDEZ, J.A., “Comentario STS de 23 de diciembre de 1997”, *CCJC*, núm. 47.

RUBIO, J., *Curso de Derecho de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1974.

SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M.M., “Junta Universal, remoción del administrador y representación del socio”, *RdS*, núm. 13, 1999.

SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil*, t. I, 22.^a ed., Madrid, 1999.

— “Observaciones preliminares al proyecto de Ley de modificación del Régimen de las sociedades cotizadas y de las anónimas en general, tras el informe Aldama”, *RdS*, núm. 20, 2003.

SÁNCHEZ LINDE, M., “La elección del Presidente de la Junta de Accionistas por los socios asistentes a la reunión. El artículo 110.1 de la LSA”, *RdM*, núm. 263 (enero-marzo), Madrid, 2007.

SCORZA, “Osservazioni in tema di assemblea totalitaria”, en *Riv. Soc.*, 1967.

TRIMARCHI, *Invalidità delle deliberazioni di assemblea di società per azioni*, Giuffrè, Milán, 1958.

URÍA/MENÉNDEZ/MUÑOZ PLANAS, *La Junta General de accionistas (artículos 93 a 122 de la LSA)*, Civitas, Madrid, 1992.

VALLET DE GOYTISOLO, “La publicidad en la convocatoria de las Juntas generales y las llamadas juntas universales (glosas a los artículos 53 y 55 de la ley de régimen jurídico de las sociedades anónimas)”, en *RdM*, 1952.

VELASCO ALONSO, *La ley de sociedades anónimas*, Madrid, 1982.

VICENT CHULIÁ *Compendio Crítico de Derecho Mercantil*, Barcelona, 1991.

— *Introducción al Derecho Mercantil*, 14.^a ed., Valencia 2001.

ZURITA, “La adquisición por la sociedad de sus propias acciones”, en ROJO (dir.), *La reforma de la Ley de Sociedades anónimas*, Madrid, 1987.

**REUNIONES INFORMATIVAS CON ANALISTAS,
INVERSORES INSTITUCIONALES
Y OTROS PROFESIONALES
(ANÁLISIS DE LAS RECOMENDACIONES DE LA CNMV)**

DANIEL RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA

*Doctor en Derecho. Abogado
Académico correspondiente de la Academia Asturiana de Jurisprudencia*

SUMARIO

- I. UN NUEVO INSTRUMENTO PARANORMATIVO EN RELACIÓN CON LA INFORMACIÓN RELEVANTE EN LOS MERCADOS DE VALORES. SUS OBJETIVOS.
 - II. REVIVISCENCIA DE LAS DESAPARECIDAS CARTAS-CIRCULARES DE LA CNMV.
 - III. ÁMBITO OBJETIVO.
 - IV. EN PARTICULAR, LAS REUNIONES COLECTIVAS O GENERALES COMO OBJETO DE LAS RECOMENDACIONES.
-

- I. UN NUEVO INSTRUMENTO PARANORMATIVO EN RELACIÓN CON LA INFORMACIÓN RELEVANTE EN LOS MERCADOS DE VALORES. SUS OBJETIVOS

Es notorio que un mercado de valores debe funcionar con el mayor grado posible de transparencia, pues sólo así se evitará que la información privilegiada facilite la existencia de manipulaciones o abusos del mercado. Ya la doctrina especializada viene reconociendo como hecho indiscutible que la información

RDBB núm. 105 / Enero-Marzo 2007

es el bien máspreciado en el mercado de valores, porque tanto los valores negociables como los instrumentos financieros son bienes de segundo grado, cuyo valor económico sólo se puede aprehender tras un proceso complejo de acopio e interpretación de la información disponible sobre aquéllos, sus emisores y los mercados en que se negocian⁽¹⁾.

La transparencia informativa es una meta que se alcanza cuando la información transmitida al mercado es:

- correcta y veraz;
- relevante para los inversores, y
- difundida de forma simétrica, equitativa y en tiempo útil.

Con ello se consiguen tres importantísimos efectos: precios más exactos, mayores dificultades para la manipulación de los precios y posibilidad de que todo el mundo, más o menos al mismo tiempo, pueda beneficiarse de la nueva información⁽²⁾.

Para alcanzar tal objetivo de transparencia informativa hay que destacar a nivel normativo español el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, que desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio de 1988, del Mercado de Valores, en materia de abuso del mercado⁽³⁾.

(1) Así, TAPIA HERMIDA, A.J., “La Directiva 2003/125/CE sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses”, *RDBB*, n.º 93, enero-marzo de 2004, p. 293, y también *RDBB*, n.º 94, abril-junio de 2004, p. 248.

(2) Con BELANDO GARÍN, B., *La protección pública del inversor en el mercado de valores*, Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2004, p. 156, nota 12, al referir los efectos de la difusión de información en los mercados de valores como uno de los instrumentos de protección de los inversores.

(3) Del que se dio cuenta recientemente y fue comentado de forma breve en esta misma Revista por el Profesor TAPIA HERMIDA, A.J., “Abuso de mercado: desarrollo de la Ley del Mercado de Valores por el Real Decreto 133/2005”, *RDBB*, n.º 101, enero-marzo de 2006, pp. 229-232, y también por el Profesor VICENT CHULIÀ, F., *Introducción al Derecho Mercantil*, 19.ª edición, Tirant lo Blanch, Valencia, 2006, pp. 936-937 y por ARRANZ PUMAR, G., “Mercado de valores”, *DN*, n.º 184, enero de 2006, pp. 77-80, así como de forma más extensa por PALÁ LAGUNA, R., y GUERRA MARTÍN, G., “El Real Decreto 1333/2005, sobre abuso del mercado en la perspectiva del Derecho de Sociedades”, *RdS*, n.º 26, 2006-1, pp. 119-138; respecto del Proyecto del citado Real Decreto, *vid.* PALÁ LAGUNA, R., “La obligación de información del Consejo a los mercados: folletos y hechos relevantes”, *Derecho de Sociedades Anónimas cotizadas*, tomo II, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2006, pp. 1299-1305.

Así pues, el punto de partida normativo a los efectos de esta noticia viene constituido por:

- a) el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), regulador del deber de difusión de la información relevante impuesto a los emisores de valores [esp. artículo 82.2, en trance de reforma en este momento por el artículo 9 del Proyecto de Ley de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores⁽⁴⁾];
- b) y su ulterior desarrollo reglamentario en el artículo 6 del citado Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre.

Conforme a dichos preceptos legal y reglamentario, la información relevante debe difundirse mediante comunicación a la CNMV de forma inmediata⁽⁵⁾.

Más en concreto, las Recomendaciones de 22 de diciembre de 2005 de la CNMV sobre reuniones informativas con analistas, inversores institucionales y otros profesionales del mercado de valores⁽⁶⁾ vienen a desarrollar la obligación que impuso el artículo 6.4 del citado Real Decreto 1333/2005 de que “la comunicación de la información relevante se efectúe de la forma más sincronizada posible entre todas las categorías de inversores en todos los Estados miembros en los que el emisor haya solicitado o acordado la admisión a cotización de esos valores”⁽⁷⁾.

(4) *Boletín Oficial de las Cortes Generales. Congreso de los Diputados*, VIII Legislatura, Serie A: Proyectos de Ley, 20 de octubre de 2006, núm. 108-1.

(5) *Vid.* también, desde otra perspectiva, el interesante trabajo práctico de LÓPEZ BLANCO, E., *La eficacia de las suspensiones de cotización: evidencia empírica con datos de la CNMV para el periodo 2000-2005*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, monografía n.º 13, julio de 2006, acerca de la incidencia de las suspensiones de cotización en la diseminación simétrica de la información relevante en el mercado de valores; desde una perspectiva más teórica, sobre la suspensión de la negociación de valores, *vid.* FUERTES PÉREZ, M., “Algunas manifestaciones de la potestad directora de la Comisión Nacional del Mercado de Valores”, *RAP*, n.º 130, enero-abril de 1993, pp. 403-413.

(6) Anteriormente, *vid.* el texto sacado a consulta, bajo el título “Borrador de Carta de la CNMV a las sociedades cotizadas en relación con la convocatoria de encuentros o conferencias telefónica con analistas e inversores institucionales”, en la dirección <http://www.cnmv.es/cnmvdiadecetes/IIC/BorradorCarta.htm>.

(7) Gráficamente habla ARRANZ PUMAR, G., “Recomendaciones sobre reuniones informativas con analistas, inversores institucionales y otros profesionales”, *DN*, n.º 185, febrero de 2006, p. 70, de salvar el hecho de que el citado Real Decreto 1333/2005 “se dejó, como se suele decir, ‘muchas cosas en el tintero’”.

Se busca evitar las asimetrías informativas entre las diversas categorías de inversores, impidiéndose que las reuniones informativas con analistas de inversiones y grandes inversores se conviertan en un instrumento de difusión selectiva de información relevante⁽⁸⁾.

Quiero insistir en que, a mi entender, las Recomendaciones son desarrollo del artículo 6 del Real Decreto 1333/2005, porque ya he visto que en la doctrina científica se alude también a que éstas están en conexión con el artículo 7.3 del mismo Real Decreto 1333/2005⁽⁹⁾, cuando este último precepto reglamentario se dedica a la regulación del deber de confidencialidad sobre la información que allí se relaciona, obligando a difundir inmediatamente la información en el caso de que el emisor no pudiera garantizar la confidencialidad de la información relevante pertinente. Las Recomendaciones de 22 de diciembre de 2005 no se centran en la información relevante confidencial que ya no puede serlo más, salvo en lo que se refiere a las reuniones bilaterales para excluirlas de su ámbito objetivo de aplicación, sino que se ocupan de la difusión voluntaria no selectiva de información relevante, para evitar que los analistas de inversiones y los grandes inversores estén en situación de ventaja respecto del resto de inversores o, lo que es lo mismo, para lograr que todos los participantes en el mercado dispongan en igualdad de condiciones de esa información⁽¹⁰⁾, abstracción hecha de que fuese no confidencial, así como de que su confidencialidad se pudiera o no seguir manteniendo. De hecho, desde la propia Presidencia de la CNMV ya se destacó como iniciativa reseñable en materia de transparencia de sociedades cotizadas, con el fin de garantizar la igualdad de acceso a la información, la carta de Recomendaciones de la que ahora doy noticia⁽¹¹⁾.

En conclusión, la situación en que se encuentran actualmente las sociedades cotizadas en España en materia de difusión simétrica de información relevante viene contemplada:

(8) *Selective disclosure*, como advierten PALÁ LAGUNA, R. y GUERRA MARTÍN, G., “El Real Decreto...”, ob. cit., p. 125, al tiempo que destacan el que en España la comunicación de la información relevante a la CNMV minimiza la obligación reglamentariamente instaurada.

(9) Así, PALÁ LAGUNA, R. y GUERRA MARTÍN, G., “El Real Decreto...”, ob. cit., p. 126.

(10) Con JIMÉNEZ FERNÁNDEZ, A., “Nuevas normas que afectan a los analistas”, *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2006)*, G. de la Dehesa Romero (director), *Papeles de la Fundación*, n.º 17, 2006, <www.fef.es>, p. 67.

(11) Comparecencia del Sr. Presidente de la CNMV (Sr. Conthe Gutiérrez) ante la Comisión de Economía y Hacienda, *Cortes Generales. Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados. Comisiones*, año 2006, VIII Legislatura, núm. 604, 14 de junio de 2006, p. 4.

- a) Como primer escalón normativo en el artículo 82 de la LMV, regulador del deber de comunicar la información relevante a la CNMV⁽¹²⁾, calificado, a su vez, en la doctrina, como “mecanismo de cierre del sistema de información de las sociedades cotizadas”⁽¹³⁾.
- b) Como segundo escalón normativo está el artículo 6 del Real Decreto 1333/2005, que reitera la obligación de comunicar de forma inmediata la información relevante a la CNMV y en particular, por lo que aquí interesa más directamente, obliga a difundir tal información relevante de modo simétrico entre todos los inversores de los Estados miembros en los que estén admitidos a cotización los valores de la sociedad cotizada.
- c) Y ya en el ámbito del *soft law* están las Recomendaciones de la CNMV de 22 de diciembre de 2005, donde se contempla el modo de difundir la información relevante de la referida forma simétrica, tanto por la CNMV como por la propia sociedad cotizada.

Por tanto, con estas Recomendaciones de 22 de diciembre de 2005 de la CNMV se desarrolla el deber de difusión de la información relevante de forma igual para todos los inversores, tratando de coherencia con la información que las sociedades cotizadas suministran a analistas de inversiones⁽¹⁴⁾ y grandes inversores sobre la marcha de sus negocios y sus perspectivas de futuro, dos variables de indudable incidencia en las cotizaciones y que deben claramente

(12) Como destaca ENTRENA RUIZ, D., *El empleo...*, ob. cit., p. 95, se trata del precepto clave en materia de información privilegiada. Sobre dicho precepto, recientemente, por ejemplo, SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M. M.³, “Información y transparencia en las sociedades cotizadas”, *Régimen jurídico español de la sociedad cotizada*, Comares, Granada, 2006, pp. 74-90.

(13) MÍNGUEZ PRIETO, R., “Niveles y contenidos de la información: información finalista e información corporativa”, *Régimen jurídico español de la sociedad cotizada*, Comares, Granada, 2006, p. 223.

(14) Sobre estos importantes protagonistas del mercado de valores, *vid. esp.* BERCOVITZ ÁLVAREZ, R., “La responsabilidad de los analistas de inversiones”, *RDBB*, n.º 86, abril-junio de 2002, pp. 7 y ss.; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Las normas de conducta”, *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero*, F. Sánchez Calero y J. Sánchez-Calero Guilarte (coordinadores), Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2003, pp. 229 y ss.; BELANDO GARÍN, B., “Los analistas de valores. Entre la intervención pública y la autorregulación”, *RDBB*, n.º 99, julio-septiembre de 2005, pp. 157 y ss., y ESPÍN GUTIÉRREZ, C., “El análisis de inversiones y los conflictos de intereses”, *Derecho de Sociedades Anónimas cotizadas*, tomo II, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2006, pp. 1405 y ss.

incluirse en la noción legal de información relevante prevista genérica y abiertamente en el artículo 82.1 de la LMV⁽¹⁵⁾.

Cara al futuro es de particular interés la incidencia llamada a tener de la Iniciativa contra el abuso de mercado (ICAM) de la CNMV, cuyo primer borrador fue publicado el 29 de enero de 2007, que entre las medidas que prevé, tendentes a evitar el abuso de mercado, incluye la de aprobar una nueva Recomendación de la CNMV que asimile la situación de las sociedades a punto de salir a cotizar en Bolsa con las sociedades cotizadas a efectos de transparencia de las reuniones con analistas y otros profesionales del mercado de valores, de modo que tales sociedades apliquen a las citadas reuniones el grado de transparencia recogido en la Recomendación de 22 de diciembre de 2005 que es objeto de este trabajo.

II. REVIVISCENCIA DE LAS DESAPARECIDAS CARTAS-CIRCULARES DE LA CNMV

Las Recomendaciones de 22 de diciembre de 2005 son un nuevo ejemplo de *soft law*, en línea con las *guidance notes* del *Financial Services Authority* inglés, las *rescrit boursier* de la COB francesa y las *interpretative releases* de la COB francesa⁽¹⁶⁾.

(15) Información cuyo conocimiento puede afectar a un inversor razonable para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y que por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario, como exponen, siguiendo el artículo 82.1 de la LMV, FERNÁNDEZ DE ARAOZ Y GÓMEZ-ACEBO, A., “Las normas...”, ob. cit., pp. 216-222, SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M.M.³, “Régimen jurídico de la información y la transparencia”, *La sociedad cotizada*, F. Vives y J. Pérez-Ardá (coordinadores), Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2006, pp. 771-773, y PALÁ LAGUNA, R., “La obligación de información...”, ob. cit., pp. 1305-1306, y ya respecto del Proyecto de Ley financiera que dio lugar al citado precepto legal tal y como hoy está redactado, DE CARLOS BERTRÁN, L., y M. RÍOS ESTRELLA, “Las obligaciones de información sobre hechos relevantes y sobre transacciones con personas vinculadas en el Proyecto de Ley financiera”, *AJU&M*, n.º 3/2002, pp. 42-44, al tiempo que refieren el tratamiento de la cuestión en las antiguas Cartas-circulares de la CNMV, especialmente en la Carta-circular 14/1998, de 28 de diciembre, que incluía un anexo de ejemplos de hechos relevantes, para algunos todavía hoy perfectamente útil y válida, que todavía en la actualidad sigue faltando en nuestro ordenamiento jurídico, como advierten críticamente PALÁ LAGUNA, R. y GUERRA MARTÍN, G., “El Real Decreto...”, ob. cit., p. 137, al destacar la laguna que en tal sentido presentó el Real Decreto 1333/2005 y defender que en el futuro no se pretenda integrar tal laguna y salvar la inseguridad jurídica existente sobre esta materia a través de una Carta de Recomendaciones del Presidente de la CNMV.

(16) Como ya expusieron FUERTES PÉREZ, M., “Las ‘Cartas-circulares’ boca arriba”, *RDBB*, n.º 74, abril-junio de 1999, p. 234, y CORTÉS DOMÍNGUEZ, L.J., en Uría-Menéndez, *Curso de Derecho mercantil*, tomo II, Civitas, Madrid, 2001, pp. 357-358, a propósito de las viejas Cartas-circulares de la CNMV.

Sin abandonar esta primera aproximación desde el Derecho comparado, las Recomendaciones de 22 de diciembre de 2005 son también una especie de traslación a nuestro mercado de valores de la *Regulation Fair Disclosure* aprobada el 24 de agosto de 2000 por la *Securities and Exchange Commission* (SEC), el regulador federal norteamericano, que reforzó la transparencia y tuvo como efecto indirecto acabar con las revelaciones selectivas (*selective disclosure*), que ponían en peligro la imparcialidad de los informes y de las recomendaciones de los analistas de inversiones. Tal regulación norteamericana, por lo que aquí me interesa, obligó a que las sociedades cotizadas divulgasen simultáneamente la información relevante a los analistas y al público en general si la divulgación es intencionada⁽¹⁷⁾.

Ya en el Derecho interno español, estas Recomendaciones de 22 de diciembre de 2005 recuerdan muy mucho a las antiguas Cartas-circulares de la CNMV⁽¹⁸⁾, algunas de las cuales también contenían recomendaciones y que ya en su día fueron denominadas por la doctrina⁽¹⁹⁾ como cartas de recomendación⁽²⁰⁾.

De hecho, la estructura física de las Recomendaciones de 22 de diciembre de 2005 es casi idéntica a la de las referidas Cartas circulares⁽²¹⁾, porque:

(17) *Vid. in extenso* BELANDO GARÍN, B., *La protección pública...*, ob. cit., p. 159, nota 23 y “Los analistas...”, ob. cit., pp. 168-169, y más sintéticamente GANDÍA CABEDO, J. L. y ANDRÉS PÉREZ, T., *E-Gobierno corporativo y transparencia informativa en las sociedades cotizadas españolas: un estudio empírico*, Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV, monografía n.º 8, febrero de 2005, pp. 13-14, nota 3.

(18) Así ARRANZ PUMAR, G., “Recomendaciones...”, ob. cit., p. 70; es más, FERNÁNDEZ-ARMESTO, J., “Meigas, información privilegiada y cartas circulares”, diario *Expansión*, enero de 2006 y <www.jfarmesto.com>, directamente considera que la Carta de recomendaciones de 22 de diciembre de 2005 es una Carta-circular y justamente por ello la elogia, en coherencia con el hecho de que fue bajo su presidencia de la CNMV cuando dichas Cartas-circulares fueron emitidas con mayor profusión.

(19) FERNÁNDEZ-ARMESTO, según recuerda BELANDO GARÍN, B., *La protección pública...*, ob. cit., pp. 304-315; en defensa de las citadas Cartas-circulares *vid. esp.* FERNÁNDEZ-ARMESTO, J., “Las Cartas Circulares de la Comisión Nacional del Mercado de Valores”, *Jornada de reflexión sobre ‘Aspectos de la reforma en curso del régimen de los mercados de valores’ organizada por la Universidad Antonio de Nebrija con la colaboración del despacho Ramón y Cajal & Albella, Madrid, 14.4.99*, en <www.jfarmesto.com>.

(20) Sugerencias o pareceres, añadió por su parte DÍEZ SÁNCHEZ, J.J., “La Comisión Nacional del Mercado de Valores. Análisis especial de las Cartas-circulares de su Presidente”, *RDBB*, n.º 67, julio-septiembre de 1997, pp. 770-771.

(21) Respecto de estas últimas, *vid.* DÍEZ SÁNCHEZ, J.J., “La Comisión Nacional...”, ob. cit., p. 742.

- a) las Cartas-circulares comenzaban con el cortés “Muy señores míos”, en tanto que las Recomendaciones de 22 de diciembre de 2005 comienzan con el equivalente “Estimado Presidente”;
- b) las Cartas-circulares terminaban con el tradicional “aprovecho la ocasión para saludarles muy atentamente”, mientras que las Recomendaciones finalizan con el también tradicional “Atentamente”;
- c) y tanto unas como otras cuentan con múltiples destinatarios y formato estandarizado.

Ahora bien, comparto que es más apropiada la denominación simplemente de Recomendaciones, que ahora se emplea por la CNMV, ya que se evita el empleo de los conceptos Carta-circular que podría confundirlas con las Circulares de la CNMV, y de carta, en cuanto que la carta es un modo de comunicación privada entre remitente y destinatario⁽²²⁾.

Consecuentemente se está ante un nuevo ejemplo de actuaciones administrativas informales, con finalidad informativa, carentes de carácter normativo y que vinculan por razón de la *auctoritas* de la CNMV, pero no porque contengan disposiciones imperativas cuyo cumplimiento pudiera venir asegurado por la imposición de sanciones administrativas para los infractores, pues la imposición de cualquier sanción por su infracción sería nula de pleno derecho. No hay, pues, nuevas obligaciones para las sociedades cotizadas; es más, aunque las hubiese éstas deberían ser declaradas ilegales⁽²³⁾. En este sentido, el texto definitivo de las Recomendaciones ni tan siquiera incluyó la previsión que aparecía en el borrador de éstas, referente a que “no son de obligado cumplimiento, pero quien las siga reducirá el riesgo de infringir la Ley del Mercado de Valores”.

Estas Recomendaciones integran, pues, la doctrinalmente denominada actividad regulatoria informal con que ya se identificaba a las mencionadas Cartas-circulares de la CNMV⁽²⁴⁾. De hecho se encuentran bastante próximas a las Cartas-circulares, en cuanto que la doctrina encuentra amparo para estas últimas en la función de difusión de información asignada a la CNMV por el

(22) *Vid.* en este sentido, apuntando a otras posibles denominaciones, tales como “comunicaciones” o “instrucciones del Consejo”, FUERTES PÉREZ, M., “Las ‘Cartas-circulares...’”, *ob. cit.*, pp. 233-234.

(23) Como sostiene, con carácter general, al tratar de las recomendaciones, sugerencias o advertencias de la CNMV, BELANDO GARÍN, B., “Reflexiones sobre la actividad administrativa informal al hilo de las nuevas ‘advertencias’ al público de la Comisión Nacional del Mercado de Valores”, *REDA*, n.º 125, enero-marzo de 2005, p. 115.

(24) Así, CORTÉS DOMÍNGUEZ, L.J., *Curso...*, *ob. cit.*, p. 358, al tiempo que elogia su agilidad e inmediatez, pero olvida la inseguridad jurídica que introducen en un mercado tan necesitado de ella.

artículo 13.2 de la LMV⁽²⁵⁾, difusión informativa que también realizan las Recomendaciones.

La adopción de unas simples Recomendaciones, por tal carencia de fuerza normativa, ya ha recibido críticas en la doctrina científica basadas en el mecanismo elegido por el Presidente de la CNMV a este efecto, al considerarse preferible que se hubiese seguido, haciéndose uso además de la habilitación expresa contenida en la disposición final tercera del Real Decreto 1333/2005, el mecanismo legalmente previsto en el artículo 15 de la LMV para el desarrollo y ejecución de las normas contenidas en los Reales Decretos aprobados por el Gobierno o en las Órdenes del Ministerio de Economía y Hacienda, esto es, la aprobación de una Circular por el Consejo de la CNMV, que debió ser publicada en el BOE⁽²⁶⁾. Comparto esta crítica de la doctrina, pues evidentemente una Circular de la CNMV hubiera gozado de más fácil conocimiento, no ya sólo por las sociedades cotizadas, sino también por parte de los inversores, al ser publicada en el BOE, y de una fuerza vinculante de la que carece la carta de Recomendaciones de 22 de diciembre de 2005, evitándose así la posibilidad de que se generalice su incumplimiento⁽²⁷⁾.

Se asiste, pues, a una vuelta a las Cartas-circulares que hasta un número de 32 llegaron a emitirse desde la 1/1996, de 20 de noviembre de 1996, hasta que fueron suprimidas en diciembre de 2000 por la entonces Presidenta de la CNMV, de modo que se vuelve a una posible situación de desigualdad entre sociedades cotizadas, pues las que no sigan estas Recomendaciones no podrán ser sancionadas, al tiempo que se evitarán los indudables costes de tiempo y dinero que su seguimiento implica⁽²⁸⁾.

(25) TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del Mercado de Valores*, José M.ª Bosch Editor, Barcelona, 2000, p. 174.

(26) PALÁ LAGUNA, R., y GUERRA MARTÍN, G., “El Real Decreto...”, ob. cit., p. 127; en general, sobre la potestad normativa de la CNMV, sigue siendo de interés la lectura de FUERTES PÉREZ, M., *La Comisión Nacional del Mercado de Valores*, Lex Nova, Valladolid, 1994.

(27) Recuerdo que la entonces Presidenta de la CNMV, Pilar Valiente Calvo, al descolgar las Cartas-circulares de la web de la CNMV, invocó ante el Congreso de los Diputados —*Cortes Generales. Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados, Comisiones*, año 2001, VII Legislatura, núm. 168, 27 de febrero de 2001—, como una de sus causas fundamentales, que “hemos observado que las recomendaciones se incumplen sistemáticamente y eso no tiene posibilidad de reconducción, ya que estamos en un Estado de derecho, y para aplicar un régimen sancionador es necesario que exista una norma que lo contemple”.

(28) *Vid.* críticamente GUERRA MARTÍN, G., “El papel de la CNMV en el proceso de reforma del gobierno de las sociedades cotizadas”, *Derecho de Sociedades Anónimas cotizadas*, tomo II, Thomson-Aranzadi, 2006, pp. 1480-1481, y PALÁ LAGUNA, R., y GUERRA MARTÍN, G., “El Real Decreto...”, ob. cit., p. 127; por el contrario, favorablemente ARRANZ PUMAR, G., “Recomendaciones...”, ob. cit., p. 70.

Consecuencia de lo que acabo de exponer es mi discrepancia con quienes critican las Recomendaciones desde la otra orilla, por entender que ni siquiera deberían existir, al defender que su contenido, cuando no reiteran lo ya previsto en la legislación, debe quedar sujeto a autorregulación⁽²⁹⁾.

III. ÁMBITO OBJETIVO

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, a través de sus Recomendaciones de 22 de Diciembre de 2005, diferencia dos tipos de reuniones informativas mantenidas por las sociedades cotizadas con analistas de inversiones, inversores institucionales y otros profesionales del mercado de valores (en el texto sacado previamente a consulta se incluía también a los periodistas, medios de comunicación se decía concretamente en el Borrador aun después de no haberlos incluido en el título de éste, referencia que fue eliminada en el texto definitivo tras una breve e intensa polémica en los medios de la prensa especializada en información económica en los meses de noviembre y diciembre de 2005 —cara al futuro debe tenerse en cuenta la previsión que contiene la ICAM de la CNMV de aprobar una Recomendación a dichos medios para que hagan públicas, de forma voluntaria, las normas internas de conducta que aplican para asegurar la veracidad de las informaciones sobre sociedades o valores cotizados—; también se eliminó la recomendación 3 del Borrador, muy polémica, de exigir que las sociedades cotizadas, a petición de la CNMV, acreditasen a funcionarios de la propia CNMV para asistir a las citadas reuniones):

- a) Las celebradas con carácter privado o bilateral, sin convocatoria pública (*one-on-one meetings*). Respecto de estas reuniones la CNMV se limita a remitirse a la aplicación del artículo 81 de la Ley del Mercado de Valores, regulador de la información privilegiada y las obligaciones y prohibiciones que afectan a quienes disponen de tal información⁽³⁰⁾, añadiendo por mi parte que también ha de tenerse en

(29) JIMÉNEZ FERNÁNDEZ, A., “Nuevas normas...”, ob. cit., p. 168, dejando abierto, eso sí, que en otro caso, fundamentalmente por razones de seguridad jurídica, debería haberse aprobado una Circular de la CNMV.

(30) Sobre información privilegiada *vid.* desde el clásico trabajo de SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y TAPIA HERMIDA, A.J., “El abuso de información privilegiada (*insider trading* y operaciones de iniciados)”, *RDBB*, n.º 28, octubre-diciembre de 1987, esp. pp. 773 y ss., hasta monografías más recientes como las de GÓMEZ INIESTA, D. J., *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, McGraw-Hill, Madrid, 1997, esp. pp. 119-144, MONROY ANTÓN, A.J., *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*, Dijusa, Madrid, 2006, esp., pp. 60-64 y 97-107, y sobre todo ENTRENA RUIZ, D., *El empleo de información privilegiada en el mercado de valores. Un estudio de su régimen administrativo sancionador*, Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2006.

cuenta la aplicación del artículo 1 del Real Decreto 1333/2005, sobre el concepto de información privilegiada. Así pues, el emisor no puede facilitar a analistas ni grandes inversores ningún tipo de información privilegiada que no esté a disposición del mercado y si se le facilitase el destinatario de ésta, convertido automáticamente en iniciado, no podrá comprar ni vender acciones hasta que la información se haya divulgado a todo el mercado⁽³¹⁾;

- b) y las que tengan lugar con carácter general, en las que las sociedades convocan a una pluralidad de participantes. Sólo este segundo tipo de reuniones quedan sujetas a las Recomendaciones de 22 de diciembre de 2005. Nótese que aun cuando las Recomendaciones se refieran en este punto a la existencia de reuniones generales, no son, en realidad, tales, pues no tienen por qué ser reuniones de libre acceso, a disposición de cualquiera que desee asistir a ellas; como se verá más adelante se entiende que a estos efectos son también reuniones generales aquéllas en las que el emisor limita la presencia física en la reunión o exige invitación previa para franquear el acceso.

Entiendo que las apariencias no deben encubrir la realidad, de modo que también habrá que interpretar que son objeto de las Recomendaciones de 22 de diciembre de 2005 las reuniones bilaterales simultáneas o muy próximas en el tiempo, porque en el fondo deben considerarse equivalentes a las reuniones generales.

Hago notar la diferencia que existe en este punto entre las Recomendaciones de la CNMV de 22 de diciembre de 2005 y el apartado 6.3 del Código alemán de Gobierno Corporativo, versión de 12 de junio de 2006, ya que en este último el deber de transparencia de las compañías respecto de sus accionistas les obliga a poner a disposición de estos últimos todas aquellas nuevas circunstancias que se hayan comunicado a los analistas financieros y otros destinatarios similares, abstracción hecha del modo en que tal comunicación de información hubiera tenido lugar, bilateral o general.

Por último, para concluir con la delimitación del ámbito objetivo de las Recomendaciones de 22 de diciembre de 2005, recordar que se comprenden tanto las reuniones con presencia física de todos los asistentes como aquéllas celebradas con asistentes a distancia, lo que en las Recomendaciones se denominan “tele-conferencias”, concepto más adecuado, por ser más amplio, que el de “conferencias telefónicas” que se proyectó como título en el Borrador ya anteriormente referido.

(31) FERNÁNDEZ-ARMESTO, J., “Meigas...”, ob. cit.

IV. EN PARTICULAR, LAS REUNIONES COLECTIVAS O GENERALES COMO OBJETO DE LAS RECOMENDACIONES

Las Recomendaciones de 22 de diciembre de 2005 de la CNMV sujetan a determinados requerimientos las reuniones generales con analistas de inversiones, inversores institucionales y otros profesionales del mercado de valores, que referidos sistemática y cronológicamente son:

- I. Con carácter general, para todas las fases temporales que a continuación se relacionarán:
 1. Recomendación 1.^a Se diferencia entre dos formas de suministrar información relevante: por escrito y por otros procedimientos. De este modo sólo se sujetan a las Recomendaciones las informaciones no suministradas por escrito. Las informaciones suministradas por escrito quedan al margen de las Recomendaciones. No se pondera en estas Recomendaciones el lugar en que se suministre la información, por lo que entiendo que las sociedades cotizadas sujetas a la legislación española⁽³²⁾ también están “sujetas” a estas Recomendaciones cuando realicen los conocidos como *road shows* o *conference calls*, reuniones en el extranjero con analistas de inversiones y grandes inversores para presentar el estado actual de los negocios de la sociedad y sus perspectivas futuras de negocio. A mi juicio concurre identidad de razón entre las reuniones celebradas en territorio español y las reuniones celebradas en el extranjero, al margen de que no hay que olvidar que, como se verá, también están sujetas las informaciones prestadas a través de la red, que evidentemente pueden llegar a cualquier lugar del globo. En este sentido, considero que no hubiera estado de más mantener la recomendación 6 del Borrador, que decía expresamente que “estas recomendaciones serán aplicables tanto a las reuniones en España como a las que se celebren en el extranjero, con ocasión, por ejemplo, de giras internacionales (*road shows*)”.
 2. Recomendación 1.^a El objeto de las reuniones o presentaciones debe ser la emisión de información relevante nueva sobre la

⁽³²⁾ De acuerdo con los artículos 3 y 82.1 de la LMV, según expone SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M.M.^a, “Régimen jurídico...”, ob. cit., p. 776, emisoras de valores o instrumentos financieros emitidos en España y los que sean objeto de negociación o comercialización en un mercado secundario español, con independencia de que su emisión se haya producido en otro Estado.

marcha o las perspectivas de los negocios de las sociedades cotizadas. Se está, por tanto, ante uno de los objetos fundamentales de la información en el mercado de valores, tal y como he recogido al comienzo de esta noticia, el referente a los emisores de valores. Por otro lado, esta Recomendación supone que la información relevante antigua ya es conocida o, en todo caso, no debe estar sujeta a estas Recomendaciones.

3. Recomendación 1.^a Las informaciones relevantes nuevas que se acaban de mencionar deben difundirse de forma no escrita, a través de reuniones o presentaciones transparentes. Para conseguir esa transparencia se establecen las reglas que a continuación se recomiendan.
4. Recomendación 2.^a Las sociedades cotizadas mantienen su libertad de limitación del derecho de asistencia física a las antes mencionadas reuniones o presentaciones, bien a través de invitación o a través de otras medidas de limitación de acceso.

II. Antes de la celebración de la reunión:

5. Recomendación 2.^a La celebración de las reuniones o presentaciones debe ser anunciada públicamente mediante:
 - comunicación dirigida a la CNMV. El contenido de la comunicación se concreta en la Recomendación 3.^a: objetivo, fecha y hora de la reunión y medios técnicos para que los interesados puedan seguirla en directo, básicamente a través de internet (se califica expresamente de muy buena práctica la atención a esta recomendación) y la página web de la propia sociedad cotizada,
 - con al menos dos horas de antelación al inicio de la reunión,
 - y anunciada, a su vez, por la CNMV, de forma inmediata a su recepción, a través de su página web (<www.cnmv.es>), en la sección “otras comunicaciones”.
6. Recomendación 4.^a La documentación y diapositivas (presentaciones en *power point*) que contengan la información a prestar en la reunión deberán, a su vez, difundirse antes de que se inicie la reunión a través de la página web de la sociedad —en coherencia con la exigencia que contiene el artículo 6.3 del Real Decreto 1333/2005, concretando el medio de difusión de la información relevante que dejaba sólo referido de forma genérica el artículo

82.3 de la LMV y que en su reforma actualmente en curso está proyectada ya su concreción— y mediante comunicación a la CNMV. De esta forma entiendo que se da satisfacción a la exigencia del artículo 82.3 de la LMV, que obliga a comunicar la información relevante a la CNMV con carácter previo a su difusión por cualquier otro medio, lo que implica que exista infracción del citado artículo 82.3 de la LMV cuando se divulgue la información relevante antes a los analistas de inversiones que a la CNMV⁽³³⁾. *De lege ferenda* nótese que la reforma del artículo 82.3 de la LMV en curso sustituye la referida comunicación previa a la CNMV por una comunicación de la información relevante simultánea a su difusión por cualquier otro medio, lo que determinará, como ya advirtió la ICAM de la CNMV, que esta última deje de hacer la labor de filtro de las comunicaciones de Hechos Relevantes que viene desempeñando.

En este punto no se contempla que la CNMV haya de difundir, por su parte, tal información, entendiéndose que lo más aconsejable, en términos de transparencia, hubiera sido el que se hubiera previsto de forma expresa.

No se exige la traducción de la antes referida documentación que se expresa en idioma inglés (que es la “lengua habitual en el campo de las finanzas internacionales”, que dice el artículo 20.3 de la Directiva 2004/109/CE, de 15 de diciembre, sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE⁽³⁴⁾) salvo cuando proceda, de donde cabe extraer que como regla general la información deberá difundirse en castellano o en cualquier otro idioma a la vez traducido al castellano, sin necesidad de estar traducido al inglés (obsérvese la diferencia con el apartado 6.8 del Código alemán de gobierno corporativo, versión de 12 de junio de 2006, en el que se aconseja que las publicaciones de informaciones relacionadas con la compañía y publicadas por la empresa deban estar disponibles en la página web de la sociedad también en idioma inglés, debiendo

⁽³³⁾ Con FERNÁNDEZ DE ARAOZ Y GÓMEZ-ACEBO, A., “Las normas...”, ob. cit., pp. 225 y 229, muy elogioso con la exigencia legal de la comunicación previa a la CNMV.

⁽³⁴⁾ Como ya aclaró en nuestra doctrina ARRANZ PUMAR, G., Directiva 2004/109/CE”, *DN*, n.º 174, marzo de 2005, p. 76.

también tenerse en cuenta de *lege ferenda* el proyecto del Real Decreto del Ministerio de Economía y Hacienda para desarrollar la LMV en materia de transparencia, en el que se afianza el inglés como idioma de los negocios, al punto de que cuando el emisor tenga su domicilio social fuera de España le autoriza para que publique su información regulada, a su elección, bien en castellano o en alguna lengua habitual en el ámbito de las finanzas o en cualquier otro idioma distinto de los anteriores que acepte la CNMV, lo que puede obligar a que los inversores españoles que no dominen inglés deban esperar, para estar informados, al periódico del día siguiente que contenga la información traducida⁽³⁵⁾).

III. Durante la celebración de la reunión:

7. Recomendación 5.^a La información relevante debe suministrarse de forma completa, evitando la información fragmentaria o confusa. A este objeto se recomienda la preparación de las reuniones por los directivos de la sociedad cotizada a fin de evitar respuestas improvisadas a las cuestiones que se les puedan plantear. Se trata, en suma, de una recomendación de preparación adecuada de las reuniones que lógicamente interesa a la propia sociedad cotizada en primer lugar, pero también al mercado, en aras de la necesaria transparencia en la formación de sus precios.

IV. Posteriormente a la conclusión de la reunión:

8. Recomendación 6.^a Una vez concluida la reunión se recomienda la difusión de un resumen de las respuestas dadas a los destinatarios, sin concretar el medio que se debe emplear. Entiendo por mi parte que lo más adecuado sería que se hubiera previsto tal difusión a través de las páginas web de la sociedad cotizada —una vez más en consonancia con lo exigido en el artículo 6.3 del Real Decreto 1333/2005— y de la CNMV. Recuerdo que ya en el Informe de la Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas, Informe Aldama, en su apartado II.2.b.vii, se recomendaba que en la página web de la sociedad se informase acerca, valga la redundancia, de la “información contenida en las presentaciones hechas a los distintos operadores del mercado y a

⁽³⁵⁾ *Vid.* diario Cinco Días, 12 de marzo de 2007, consultado en www.cincodias.com.

accionistas significativos”, si bien tal recomendación careció lamentablemente de plasmación posterior en la Circular 1/2004, de la CNMV⁽³⁶⁾. A mi juicio debe entenderse hoy suplida tal carencia legal por la previsión del artículo 6.3 del Real Decreto 1333/2005, susceptible de ser desarrollada por la CNMV, en virtud de la habilitación legal expresa que en tal sentido se contiene en el artículo 6.5 del precitado Real Decreto 1333/2005; *de lege ferenda* se integrará en la propia LMV esa laguna legal de aprobarse la nueva redacción proyectada del artículo 82.3 de la LMV, donde ya se contiene referencia expresa a la divulgación obligatoria de la información relevante de las entidades emisoras de valores a través de sus páginas de internet. En definitiva, internet es, sin duda, un instrumento muy útil para democratizar el acceso a la información corporativa, ya que un esquema digitalizado de comunicación incrementa y facilita el flujo informativo hacia los inversores, evitando los efectos nocivos de la divulgación de información selectiva⁽³⁷⁾; de hecho tal sistema es el que, en la práctica comparada, se recomienda expresamente en el apartado 6.4 del Código alemán de gobierno corporativo en su versión de 12 de junio de 2006.

Excepcionalmente se exonera a las sociedades cotizadas de la Recomendación 6.^a que vengo analizando, cuando:

- a) Las sociedades cotizadas mantengan en su página web durante un plazo no inferior a un mes, se entiende que desde la conclusión de la reunión, una grabación completa de la reunión.
 - b) O bien se hayan emitido en la reunión respuestas que sean completa reiteración de la información ya hecha pública por la sociedad cotizada.
9. Recomendación 7.^a Se deja a salvo expresamente el deber de comunicación a la CNMV de la información relevante que contempla el imperativo artículo 82.2 de la LMV.

⁽³⁶⁾ Como así lo lamentó ya SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M.M.^a, “Régimen jurídico...”, ob. cit., pp. 745-746, al tiempo que advertía acerca de que muchas sociedades estaban ya difundiendo esa información contenida en las presentaciones hechas a los operadores del mercado y accionistas significativos como información relevante *ex artículo* 82 de la LMV.

⁽³⁷⁾ Como sostienen GANDÍA CABEDO, J.L. y ANDRÉS PÉREZ, T., *E-Gobierno...*, ob. cit., p. 13.

Destacar, por último, que ya se pueden encontrar algunos ejemplos en la práctica de las cotizadas españolas de sociedades que vienen cumpliendo las Recomendaciones de 22 de diciembre de 2005, como es el caso de “Ebro-Puleva” o “Agbar”.

Evidentemente son pocos ejemplos y a ello coadyuva, sin duda, la ausencia de fuerza vinculante de las Recomendaciones de 22 de diciembre de 2005, respecto de las que propongo que más pronto que tarde se trasladen a una Circular de la CNMV.

De hecho, las Recomendaciones de las que aquí he dado noticia contienen criterios de interpretación de la normativa del mercado de valores, con gran trascendencia, pues afectan a actuaciones de las sociedades emisoras de valores que pueden hacerles recaer en la apertura de un expediente sancionador, al constituir sus conductas infracciones de la normativa del mercado de valores, en particular de la atinente a la difusión de la información relevante y a las restricciones a la información privilegiada. Pero además entiendo que también se contienen nuevas prescripciones o pautas de conducta a seguir.

Considero que la indudable eficacia que para la transparencia del mercado de valores tendrá el seguimiento de unas remozadas recomendaciones devenidas en imperativas compensará con creces los costes que, indudablemente, habrán de soportar las sociedades cotizadas para asumirlas. Las sociedades cotizadas deben disponer, cada día más, de departamentos específicos en materia de gobierno corporativo y mercado de valores, ya internos, ya externalizados a través de *outsourcing*, pero éste es una tema que merece un comentario más detallado, que combine su análisis jurídico y económico, en términos de oportunidad.

Concluyo ya, indicando que en tanto no se apruebe la Circular que defiendo habrá que conformarse con la autovinculación de la CNMV por los criterios difundidos en estas Recomendaciones, que garantizan una igualdad de trato a todas las entidades emisoras y al menos desde esa perspectiva coadyuvan a la necesaria seguridad jurídica⁽³⁸⁾. Pero este consuelo no es tal en lo que las Recomendaciones de 22 de diciembre de 2005 tienen de nuevas prescripciones o conductas a seguir por parte de los emisores, esto es, previsiones de relevancia externa, que inciden sobre la conducta de las entidades intervinientes en el mercado y cuyo instrumento normativo más adecuado es, sin duda, el de las

⁽³⁸⁾ Con FUERTES PÉREZ, M., “Las ‘Cartas-circulares...’”, ob. cit., pp. 237-238, con carácter general, al referirse a las Cartas-circulares interpretativas de la normativa del mercado de valores.

Circulares⁽³⁹⁾. No hay que olvidar que se está ante una materia afectada por conceptos jurídicos indeterminados, de modo que la confianza puesta por la doctrina científica en la prudencia de las autoridades supervisoras, en particular de la CNMV, para evitar que la discrecionalidad administrativa degenera en forma de arbitrariedad, será mejor atendida a través de una Circular⁽⁴⁰⁾.

⁽³⁹⁾ También con FUERTES PÉREZ, M., “Las Cartas-circulares...”, ob. cit., p. 238, al estudiar las Cartas-circulares que incluyen nuevas prescripciones o pautas de conducta a seguir.

⁽⁴⁰⁾ TAPIA HERMIDA, A.J., “Abuso de mercado...”, ob. cit., p. 232.

RESPONSABILIDAD DE LA ENTIDAD DIRECTORA POR LAS FALSEDADES U OMISIONES CONTENIDAS EN EL FOLLETO INFORMATIVO DE UNA EMISIÓN U OFERTA PÚBLICA DE VENTA DE VALORES

DRA. CARMEN ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA
Profesora de Derecho Mercantil. Universidad de Granada

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
 - II. EL MERCADO PRIMARIO Y LAS EMISIONES Y OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES: LAS ACTIVIDADES VINCULADAS AL PROCESO DE PREPARACIÓN DE LA COLOCACIÓN DE SUS VALORES. EL CONTRATO DE DIRECCIÓN DE EMISIONES Y OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES.
 - III. RESPONSABILIDAD CIVIL DE LA ENTIDAD DIRECTORA POR EL CONTENIDO DEL FOLLETO INFORMATIVO.
 - 1. **Ámbito de responsabilidad civil. Legitimación activa y pasiva.**
 - 2. **Presupuestos de la responsabilidad civil de la entidad directora.**
 - 3. **Valoración del daño: Sistema de indemnización.**
 - 4. **Plazo de prescripción.**
 - IV. RESPONSABILIDAD ADMINISTRATIVA.
-

RDBB núm. 105 / Enero-Marzo 2007

I. INTRODUCCIÓN

Cuando un inversor toma una decisión racional de inversión lo hace generalmente sobre la base de las informaciones recogidas por el folleto informativo. No obstante puede ser que dada la falsedad, o la omisión de datos relevantes de las informaciones proporcionadas por el folleto, se le puedan producir una serie de perjuicios.

En estos casos el inversor, suscriptor o comprador podrá dirigirse contra el emisor y oferente dado que no ya sólo es el responsable de la elaboración del folleto, sino además, la parte contractual con la que celebró el negocio jurídico. Asimismo la responsabilidad indicada también podrá recaer en los administradores de los anteriores en los términos que se establezcan en la legislación mercantil que les resulte aplicable, las personas que acepten asumir responsabilidad por el folleto siempre que así conste en dicho documento, las que autorizaran total o parcialmente el contenido del folleto cuando tal circunstancia se mencione en el folleto, así como el garante de los valores en relación con la información que tuviese que elaborar (artículos 28 de la LMV y 33 y 34 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre).

Pero igualmente, también podrá dirigirse contra la entidad que realizó la función directora. Esto se debe porque al ser ésta a la que le queda encomendada la función de comprobación de una parte del contenido del folleto (artículo 35.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre) y no poder manifestar por ello el desconocimiento de los datos falsos, u omitidos en él, es su declaración la que queda constituida frente a los potenciales inversores en garante de la exactitud e integridad de la información contenida en el folleto⁽¹⁾, por lo que quedando así de tal forma vinculada de manera rigurosa con el contenido de éste es la que adquirirá responsabilidad cuando, incumpliendo su deber de diligencia en la realización de las comprobaciones necesarias que exige el control de veracidad y de no omisión de datos relevantes que nuestro ordenamiento le impone en el artículo 35.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, emitiese una declaración errónea que permitiese que las falsedades u omisiones que tuviese el folleto generasen daños patrimoniales al inversor por haber sido decisivas para la opción inversora.

(1) Reportando semejante funcionalidad a la actividad comprobadora y verificadora correspondiente a las entidades que acometiesen la labor directora *vid.* HOPT, K.J., *Le banche nel mercato dei capitali* (traducción al italiano de HONORATI, C.), Giuffrè, Milán, 1995, p. 109; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: “Artículo 29. Requisitos exigibles”, en AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores (OPVs). Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, CDBB, Madrid, 1995, p. 827, y FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ ACEBO, A., “Artículo 31. Deberes de la entidad directora”, *Régimen jurídico...*, *op. cit.*, p. 928.

Inicialmente, y excepto en lo concerniente a la responsabilidad de carácter administrativo, nuestro ordenamiento jurídico no contó con una regulación específica sobre la responsabilidad de la entidad directora por las falsedades u omisiones derivadas del folleto informativo, sino que abordó el tema de una forma indirecta, esto es, en el ámbito de la regulación de las actividades profesionales relacionadas con las emisiones u OPVs, al indicar cuál era el contenido de las manifestaciones que la entidad directora tenía que hacer constar en el folleto informativo⁽²⁾ y que ocasionarían, en caso de falsedades, errores o inexactitudes de la declaración el nacimiento de las consiguientes responsabilidades por la vía civil. De este modo el tratamiento que se efectuó sobre la citada responsabilidad de las entidades directoras por el contenido del folleto informativo discurrió de una forma similar a lo que acontecía en otros ordenamientos latinos como era el caso francés, en el que la exigencia de tal responsabilidad se configuraba desde la utilización de los instrumentos del derecho común, así como el italiano, donde no había una cláusula general legal en relación con la responsabilidad derivada del folleto informativo, ni tampoco se delimitaba de forma directa a las personas concurrentes en materia de responsabilidad a pesar de poseer un mayor tratamiento jurisprudencial y doctrinal, y ello frente a lo que acontecía por entonces en otros ordenamientos que sí se encontraban dotados de regulación expresa y donde las disposiciones generales del derecho civil sólo cumplían con una función supletoria. Este era el caso de EE.UU., donde con base en las secciones 11 y 12 de la *Securities Act* de 1933 se establece que todo *underwriter* responde junto al emisor u oferente de las inexactitudes, fórmulas incompletas y las omisiones contenidas en el folleto; del Reino Unido, con base en los artículos 150 a 152 y 166 a 168 de la *Financial Services Act* de 1986; de Alemania, en la que se contemplan dos casos de responsabilidad legal relativas a la publicación de folletos incompletos que fuesen imputables por dolo o culpa grave al intermediario según el artículo 13 de la *Wertpapier Verkaufspropektgesetz* de 13 de diciembre de 1990, que se remite a los artículos 45 a 48 de la *Börsengesetz* de 1896, modificado en 1908 respecto del folleto de admisión a cotización, y en el artículo 3 de la *Verordnung* de 17 de diciembre de 1990; además de Portugal, donde desde el artículo 160.1.g) del Código del mercado de valores mobiliarios se infería un principio expreso de responsabili-

(2) En efecto. Según el artículo 20.3 del Real Decreto 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, se venía a exigir a la entidad directora que hiciese constar en el folleto informativo de una emisión u OPV la declaración de que había llevado a cabo las comprobaciones necesarias para contrastar la veracidad e integridad de la información contenida en el folleto y que, como consecuencia de esas comprobaciones, no se advertían circunstancias que contradijesen o alterasen la información recogida en el folleto, ni que se omitiesen hechos o datos significativos que pudiesen resultar relevantes para el inversor.

dad respecto de los intermediarios encargados de la colocación de una emisión u OPV.

Ahora bien, el legislador comunitario, que inicialmente sólo apuntó una tímida alusión a la citada responsabilidad en el artículo 11.2.b) de la Directiva 298/1989/CEE, de 17 de abril de 1989, por la que se coordinan las condiciones de elaboración, control y difusión del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de valores negociables, al establecer la obligación de incluir en el folleto informativo a las entidades que “*aceptan en firme la oferta o garantizan su buen fin*”, ha venido a establecer con base en el artículo 6 de la Directiva 2003/71/CE, de 4 de noviembre de 2003, un sistema de responsabilidad por el contenido del folleto por el que los Estados miembros tendrán que asegurar que la responsabilidad de la información en él vertida recaiga “*al menos*” en los emisores o sus organismos administrativos, de gestión o supervisión, en el oferente, en la persona que solicita la admisión a cotización en un mercado regulado o en el garante, según los casos.

Así pues, se ha venido a establecer en nuestro ordenamiento una regulación específica sobre la responsabilidad civil por el contenido del folleto (artículos 28 de la LMV y 32 a 37 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre) en la que nuestro legislador no se ha limitado a transponer la citada Directiva 2003/71/CE, de 4 de noviembre de 2003, sino que además ha incorporado otras importantes mejoras, al regular expresamente la responsabilidad a la que quedan afectadas las entidades directoras de las emisiones u OPVs por el contenido del folleto informativo, y permitir de este modo, además de establecer una adecuada tutela de los intereses individuales de los inversores perjudicados, denotar desde una dimensión pública su contribución al fortalecimiento de la confianza de los inversores en los mercados de valores y, así, en la efectiva funcionalidad de éstos. Esto se debe a que, tal y como ha sido objeto de contemplación desde las distintas teorías que surgieron para su fundamentación desde un punto de vista económico y funcional frente a las objeciones constituidas a su existencia a través de la argumentación de que la función directora se trataba de un negocio condenado a la extinción bajo el peso de la enorme responsabilidad a la que deberían hacer frente⁽³⁾, es susceptible de generar la supresión de las carencias

(3) Si bien esta teoría negadora de la citada responsabilidad fue la que vaticinaba los efectos más fatalistas al llegar a aventurar la gradual desaparición de la banca de inversiones, otras menos drásticas predijeron un notable aumento de las comisiones y consiguientemente un encarecimiento del coste de formación del capital, si bien este último argumento, que podría resultar ciertamente más preocupante, se ha visto contrarrestado, tal y como indicó FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ ACEBO, A., «Artículo 31. Deberes de la entidad directora...», *op. cit.*, p. 926, con la mayor competencia entre los intermediarios desde un proceso de gradual crecimiento.

informativas de los inversores⁽⁴⁾, asegurar el cumplimiento de determinados objetivos de la legislación del mercado de valores⁽⁵⁾, prevenir las prácticas comercializadoras abusivas⁽⁶⁾ y garantizar el crédito del emisor u oferente⁽⁷⁾.

Como consecuencia de lo anterior pues, al estudio y análisis de la responsabilidad de las entidades directoras por las falsedades u omisiones contenidas en el folleto informativo, en aras de poder determinar si el legislador ha respondido eficientemente a las dificultades que plantea tal tema, —tales como las

(4) Mediante la teoría de la doctrina de la responsabilidad implícita, tal y como indica FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “La responsabilidad civil de las entidades colocadoras de valores por el contenido del folleto informativo”, *Cuadernos de la RDBB*, n.º 2, 1995, Edersa, Madrid, p. 107; id.: «Artículo 31. Deberes de la entidad directora...» *op. cit.*, p. 921, se vino a fundamentar la responsabilidad civil de los intermediarios por el contenido del folleto desde la indicación de la relevancia de la condición de intermediarios de información que adquirirían los realizadores de la función directora al poder suprimir las asimetrías informativas existentes entre las entidades emisoras u oferentes y los inversores finales dada su detentación de una posición única a la hora de analizar, valorar y juzgar los riesgos que conlleva toda emisión u OPV, en el contexto de los objetivos de inversión del cliente final.

(5) En efecto, otra opción para fundamentar la responsabilidad de los intermediarios por el folleto fue una teoría que, desarrollada en EE.UU., desde la fundamentación de la doctrina del análisis económico del derecho, y denominada como doctrina del *gatekeeper liability* (vid. KRAAKMAN, R., “Gatekeepers: The anatomy of a third-party enforcement strategy”, *Journal Law Economy & Organization*, n.º 2, 1986, p. 53 e id., “Corporate liability strategies and the cost of legal controls”, *Yale Law Journal*, n.º 93, 1984, p. 857), vino a resaltar a aquella como una óptima fórmula de reforzar el cumplimiento de determinados objetivos legislativos que fuesen considerados relevantes, al poner de manifiesto que al exigir responsabilidades por la comisión de una infracción a un tercero ajeno a ella se lograba imponer un estímulo y una tutela privada en la prevención de su concurrencia, además de establecer un reparto más racional de su responsabilidad una vez ocasionado el perjuicio.

(6) Otra fórmula empleada para argumentar la responsabilidad de los intermediarios por el contenido del folleto fue fundamentada desde la indicación de que ésta podía significar la puesta de un veto a un conjunto de prácticas fraudulentas empleadas por las entidades en la colocación de emisiones u OPVs, dado que, tal y como indicó DOOLEY, M., “The effects of civil liability on investment banking and the new issues market”, *Baltimore Law Review*, n.º 58, 1972, p. 794, mediante el requerimiento de tal responsabilidad se podría evitar la comercialización de cualquier cosa al objeto de generar comisiones.

(7) Otro de los criterios empleados para fundamentar este régimen de responsabilidad es el que desde la teoría del *standing* (o también denominada como doctrina del crédito de emisión al considerarse —tal y como indicó WILLIAMSON, J., “Credible commitments: using hostages to support exchange”, *American Economy Review*, n.º 73, 1983, p. 519— que posibilitaba ser interpretada como la concesión de un auténtico crédito de emisión la transmisión que se generaba hacia el emisor u oferente de la reputación de la actividad del intermediario) se configura en torno a la puesta de manifiesto de que la gran parte de la confianza que ostenta el público inversor en una emisión u OPV, depende de que ésta resulte respaldada por el prestigio vinculado a los intermediarios financieros al ser considerada su intervención como garantía de la calidad y solvencia de los valores que resultasen ofrecidos.

ligadas a la atipicidad que ostenta el contrato de dirección, al diferente papel y posición jurídica frente al inversor perjudicado que tienen las diferentes entidades implicadas en el proceso de la emisión u OPVs, así como a la naturaleza de la relación que vincula al emisor u oferente con la entidad prestadora de la función directora—, irán dirigidas las siguientes líneas.

II. EL MERCADO PRIMARIO Y LAS EMISIONES Y OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES: LAS ACTIVIDADES VINCULADAS AL PROCESO DE PREPARACIÓN DE LA COLOCACIÓN DE SUS VALORES. EL CONTRATO DE DIRECCIÓN DE EMISIONES Y OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES

Tradicionalmente, el mercado primario se ha venido concibiendo como aquel mercado privado de distribución en el que se produce la adquisición originaria de valores negociables en favor de los requirentes de nueva financiación mediante órdenes de suscripción⁽⁸⁾.

Como principal operación de este mercado primario se sitúa a la emisión de valores, al ser la actividad económica que produce los objetos que en él se distribuyen y suscriben y por virtud de la cual una persona jurídica con capacidad para emitir valores, denominada como emisor⁽⁹⁾, en busca de financiación,

(8) En este sentido *vid.* VEGA PÉREZ, F., “Intervención bancaria en la emisión y colocación de valores negociables”, en AA.VV., (dir. GARCÍA VILLAVARDE, R.), *Contratos bancarios*, Civitas, Madrid, 1992, p. 548; *id.*, “Intervención bancaria en la emisión y colocación de valores negociables”, en AA.VV. (coord. MARTÍNEZ SIMANCAS), *Instituciones del mercado financiero*, t. III, 1999, Madrid, Tecnos, p. 1205; TAPIA HERMIDA, A.J., “Emisiones y ofertas públicas de venta de valores (una visión panorámica del régimen jurídico del mercado primario de valores)”, en AA.VV., *El nuevo mercado de valores. Seminario sobre el nuevo derecho español y europeo del mercado de valores organizado por el Consejo General del Notariado los días 20 y 21 de febrero de 1995*, Ed. Colegios de España, Madrid, 1995, p. 54; NIETO CAROL U., *El mercado de valores. Organización y funcionamiento*, Civitas, Madrid, 1993, p. 33; *id.*, “Las bolsas de valores”, *RDBB*, n.º 75, 1999, p. 66; ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado financiero*, Marcial Pons, Madrid, 2000, p. 277.

(9) Esta categoría de emisores de valores, que por la detentación de tal condición quedan vinculados, en palabras de TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del mercado de valores... op. cit.*, p. 61, de una forma “*objetiva y ocasional*” al derecho del mercado de valores, y en concreto a la de la LMV, y a su normativa de desarrollo, son definidos con base en el artículo 4 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, como aquellos que emiten o se proponen emitir cualquier valor. De esta forma se pone de manifiesto su amplio y heterogéneo sentido al poder abarcar tanto a emisores públicos —tales como el Estado, las CC.AA., los organismos dependientes de ambos o el Banco de España— como a emisores privados, y donde si bien los principales adoptan la forma jurídica de sociedades anónimas, de régimen común o especial, también juegan un importante papel unas cajas de ahorro especialmente activas en el ámbito del mercado hipotecario y unos fondos de inversión en calidad de emisores específicos de participaciones.

apela al ahorro del público inversor⁽¹⁰⁾, al que ofrece la adquisición originaria de un conjunto de valores negociables creados conforme a su estatuto jurídico⁽¹¹⁾, bien con cargo a recursos propios, emitiendo valores de renta variable, o bien con cargo a recursos ajenos, emitiendo valores de renta fija, que permite constituirse como una oferta pública al poseer los requisitos y condiciones necesarios para ser una verdadera oferta del contrato⁽¹²⁾ y erigir así a sus aceptaciones en múltiples contratos de suscripción de carácter mercantil, de adhe-

⁽¹⁰⁾ Para que la emisión sea calificada como oferta pública de las reguladas en la LMV y en su normativa de desarrollo, los inversores no podrán ser, según los artículos 30 bis.1 de la LMV y 38.1 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre:

— Inversores cualificados. Se considerarán inversores cualificados según el artículo 39 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre:

“a) *Personas jurídicas autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros, incluyendo: entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, otras entidades financieras autorizadas o reguladas, compañías de seguros, instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, intermediarios autorizados de derivados de materias primas, así como entidades no autorizadas o reguladas cuya única actividad sea invertir en valores.*

b) *Gobiernos nacionales y regionales, bancos centrales, organismos internacionales y supranacionales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otras organizaciones internacionales similares.*

c) *Otras personas jurídicas que no sean pequeñas y medianas empresas.*

d) *Personas físicas residentes en el Estado español que expresamente hayan solicitado ser consideradas como inversor cualificado y que cumplan al menos dos de las tres condiciones siguientes:*

1. *Que el inversor haya realizado operaciones de volumen significativo en los mercados de valores con una frecuencia media de al menos 10 por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores.*

2. *Que el volumen de la cartera de valores del inversor sea superior a 500.000 euros.*

3. *Que el inversor trabaje o haya trabajado por lo menos durante un año en el sector financiero desempeñando una función que exija conocimientos relativos a la inversión en valores.*

e) *Pequeñas y medianas empresas que tengan su domicilio social en el Estado español y que expresamente hayan solicitado ser consideradas como inversor cualificado”.*

— Menos de 100 personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin incluir a los inversores cualificados.

— Inversores que adquieran valores por un mínimo de 50.000 euros por inversor, para cada oferta separada.

⁽¹¹⁾ *Vid.* artículo 3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se define a los valores negociables.

⁽¹²⁾ Si bien GARRIGUES, J., *Tratado de derecho mercantil*, t. I, RDM, Madrid, 1947, p. 853, en relación con las ampliaciones de capital, consideró que el boletín de suscripción no representaba propiamente una oferta negociada o contractual, sino que se trataba de una *invitatio ad offerendum*, de forma tal que la remisión del boletín formado por el suscriptor representaba a la verdadera oferta del contrato, modificó su opinión en GARRIGUES, J. y URÍA, R., *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas*, IEP, Madrid, 1952, p. 265 al considerar que el programa de fundación constituía una verdadera oferta de contrato. ARRILLAGA, J.I., *Emisión de obligaciones y protección de los obligacionistas*, Edersa, Madrid, 1952, p. 8, siguió la primera opinión

sión⁽¹³⁾, plurilateral⁽¹⁴⁾ y de tracto sucesivo⁽¹⁵⁾, que en su conjunto conforman un negocio jurídico complejo del mercado de valores entre una persona o enti-

de GARRIGUES, considerando que la emisión entendida como acto inicial del proceso se trataba de una *invitatio ad offerendum*, igual que GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas*, Ed. Universidad de Valladolid, 1952, pp. 126 y 127. También vieron la luz tesis dualistas —como las otorgadas por SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de derecho mercantil*, Edersa, 1992, pp. 345 y 346 y PETTITI, D., *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Giuffrè, Milán, 1964, p. 140— que consideraban que la sociedad emisora a veces realizaba una verdadera oferta por medio del anuncio de la emisión, y que en otras ocasiones la suscripción debía considerarse como una oferta realizada a la sociedad emisora que ésta podía aceptar o no. Pero consideramos más oportuno retomar la tesis vinculada a la consideración de que existe una verdadera oferta del contrato y no una simple invitación para formular ofertas (en este sentido *vid.* DE ANGULO RODRÍGUEZ, L., *La financiación de empresas mediante tipos especiales de obligaciones*, Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia, 1968, p. 21; *id.*, Artículos 282 al final, En AA.VV., *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas*, Edersa, 1993, p. 277; SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J., “Las ofertas públicas de venta de acciones”, en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas*, t. II, vol. 2, Civitas, 1994, p. 1271; ALONSO ESPINOSA, F.J., *Asociación y derechos de los obligacionistas*, Bosch, Barcelona, 1988, p. 185; TAPIA HERMIDA, A.J., “Emisiones y ofertas públicas...” *op. cit.*, p. 70; ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado...* *op. cit.*, p. 278; TORRES ESCÁMEZ, S., *La emisión de obligaciones por sociedades anónimas. Estudio de la legislación mercantil y del mercado de valores*, Civitas, Madrid, 1992, p. 41; RUBIO DE CASAS, M.G., “Artículo 22. Suplementos del folleto”, *Régimen jurídico...*, *op. cit.*, p. 505), dado que la emisión ya posee por sí sola todos los rasgos para ser una verdadera oferta del contrato, completa, seria, y dirigida a un sujeto distinto aunque sea indeterminado (oferta *ad incertam personam*) en la que no se puede considerar que falte el elemento esencial de la concreción cuantitativa del objeto —esto es, el número de valores a suscribir—, dado que lo que hay es una propuesta de suscribir todos los valores emitidos *ad incertam personam* que admite las suscripciones de fracciones de la emisión, esto es, hay una oferta que admite contraofertas que únicamente pueden variar los términos de la oferta genérica en cuanto a la posibilidad de suscribir una aportación de la emisión, es decir, son contraofertas que alteran el aspecto cuantitativo del objeto genérico ofrecido, lo cual significa que el oferente deja a la voluntad de cada suscriptor la fijación del número concreto de unidades que desee suscribir, sin que esto suponga una merma en el principio del carácter completo de la oferta.

(13) Pronunciándose sobre los caracteres de mercantilidad y adhesión que rigen sobre los citados contratos *vid.* ALONSO ESPINOSA, F.J., *Asociación y derechos...*, *op. cit.*, p. 184; CACHÓN BLANCO, J.E., “Las emisiones de valores negociables”, en AA.VV. (Dir. GIL DE MORAL, F., MOREU SERRANO, G. y PASCUAL DE MIGUEL, A.), *Contratos sobre acciones*, Civitas, Madrid, 1994, p. 26.

(14) En este sentido se pronuncia expresamente ALONSO ESPINOSA, F.J., *Asociación y derechos de los obligacionistas...*, *op. cit.*, p. 183, en relación con la emisión de obligaciones cuando habla del contrato de suscripción diciendo que “*del contrato de suscripción surgen obligaciones para ambas partes: el obligacionista se obliga a entregar al emisor el valor de los títulos suscritos en las condiciones aceptadas, el emisor, por su parte se obliga a entregar al suscriptor los valores mobiliarios correspondientes a la cantidad suscrita, a pagarlos al vencimiento y a satisfacer el rendimiento en las condiciones pactadas*”.

(15) En esta misma línea se pronuncia TAPIA HERMIDA, A.J., “Artículo 4. Criterios de homogeneidad”, *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas...*, *op. cit.*, p. 80, al deno-

dad y una pluralidad de inversores⁽¹⁶⁾, al ser la relación jurídica entre el emisor y el inversor individual e independiente de las relaciones del emisor con los demás inversores, y no quedar la perfección de los singulares contratos de suscripción condicionada por la aceptación de los restantes inversores salvo en lo referente a la definición de un límite mínimo de valores a aceptar, que no se constituye como objeto del contrato sino que simplemente se trata de una condición que se superpone a las aceptaciones de cada inversor.

No obstante, junto a las emisiones de valores, también integran las operaciones del mercado primario las ofertas públicas de venta de valores (en adelante OPVs), aunque *a priori* no se podría considerar que formasen parte de aquel mercado al tratarse de un negocio jurídico de venta de valores ya emitidos con cotización o no en un mercado secundario oficial, que exige la previa titularidad y la plena disponibilidad de éstos, así como una decisión de venta por parte de los oferentes que la efectúan⁽¹⁷⁾, en aras de su financiación o de otro objetivo económico financiero⁽¹⁸⁾, que darán origen a su posterior adquisición derivativa fundada en la constitución de múltiples contratos de compraventa.

tar que nos encontramos ante contratos que ostentan un período de formación que no es instantáneo sino sucesivo y al advertir de que sus efectos se prolongan a lo largo de la vida de los valores emitidos.

(16) Pronunciándose a favor de esta naturaleza dual *vid.* DE ANGULO RODRÍGUEZ, L., Artículos 282 al final..., *op. cit.*, p. 282 y considerando —en sentido contrario— que se trata de un negocio jurídico único *vid.* RUBIO, J., *Curso de derecho de sociedades anónimas*, Ed. Derecho Financiero, Madrid, 1964, p. 368; PETTITI, D., *I titoli obbligazionari...*, *op. cit.*, p. 2; TORRES ESCÁMEZ, S., *La emisión de obligaciones...*, *op. cit.*, pp. 42 y 43.

(17) A diferencia de las emisiones, en las que el emisor es una figura individualizada referida a la condición de persona jurídica [artículo 4.a) Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre] y en la que su situación es coincidente con la del oferente, en las OPVs esto no siempre es así, y no ya sólo porque ésta admite su formulación por una pluralidad de oferentes (pronunciándose sobre tal distinción *vid.* SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Artículo 29...” *op. cit.*, p. 808) y tal condición puede ser detentada tanto por personas físicas —requiriéndose para ello la aplicación de las reglas generales sobre capacidad de obrar y en particular, capacidad para perfeccionar contratos de compraventa— como por personas jurídicas de naturaleza pública como privada, sino también porque, si bien ambas posiciones pueden ser concurrentes (como es el caso de una OPV de autocartera de acciones), puede ocurrir, tal y como advierte CACHÓN BLANCO, J.E., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de venta de valores negociables*, Tesis doctoral, Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense de Madrid, 1996, p. 270, que la entidad emisora actúe por cuenta de los accionistas, o bien que el oferente y la entidad emisora sean sujetos distintos (supuesto que normalmente se corresponde con la reprivatización de empresas públicas, en que el enajenante es el Estado u otra sociedad estatal, o que también es concurrente en el caso de OPVs hostiles).

(18) De entre las funciones que se encuentran desempeñadas por las OPVs, transcendental posición ostenta su constitución, como vía de privatización de las sociedades (*vid.* GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Ordenación de los mercados de valores y operaciones de privatización”, *RDBB*, n.º 73, 1999, pp. 11 a 29), así como técnica de obtención del control de una sociedad por

Pero dado que las OPVs constituyen una técnica de distribución de un conjunto homogéneo de valores negociables procedente de un sujeto determinado y dirigida al público indeterminado *a priori* ⁽¹⁹⁾, permiten así configurarse como una oferta pública constitutiva de un negocio jurídico complejo que genera tantos contratos de compraventa de valores independientes entre sí como inversores la acepten, y por consiguiente atienden a participar de una característica de las emisiones, cual es, la de ser una oferta pública. Así pues, y ante la necesidad de tenerse que reportar los mismos niveles de información conforme al principio de igualdad de conocimiento y tutela a los inversores que en la otra modalidad de oferta pública, es decir, las emisiones, el legislador ha dispuesto a través de la regulación del mercado primario de valores un tratamiento equivalente entre ambas operaciones ⁽²⁰⁾ y la aplicación del mismo régimen legal estableciendo como objeto de aplicación para éste de la característica común de oferta pública que comparten, entendida en el sentido de comunicación, que otorgan a las personas por cualquier forma o medio que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen, de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de valores (artículos 30 bis.1 de la LMV y 38 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre).

otra o de adquisición de una posición relevante en la misma mediante la compra de significativos porcentajes de su capital social [vid. SECO CARO, E., PORFIRIO CARPIO, L., “Compraventa y contratos próximos a la compraventa. La contratación en el mercado de valores”, en AA.VV. (coord. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.), *Lecciones de Derecho Mercantil*, Tecnos, Madrid, 1999, p. 413].

⁽¹⁹⁾ Es decir, la oferta negocial se dirige a un público inversor genéricamente considerado e identificado por determinadas características o cualidades (tal y como indica CACHÓN BLANCO, J.E., *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, *op. cit.*, p. 269) caben OPVs de carácter general, dirigidas a cualquier tipo de inversores, así como OPVs de carácter específico, dirigidas a categorías determinadas de inversores que pueden definirse mediante conceptos del mercado de valores —tales como inversores institucionales, profesionales o particulares— o mediante datos adicionales —como accionista de la entidad, trabajadores, jubilados, etc.— pero especificando aquellos elementos que permitan su identificación genérica) quedando determinado *a posteriori* dentro del colectivo de los aceptantes de la oferta.

⁽²⁰⁾ Si bien con anterioridad a las reformas legales producidas por el Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, y el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, el legislador, a pesar de extender el régimen jurídico de las emisiones al de las OPVs, por la vía de la remisión, evidenciaba la diferenciación existente entre ambas al reservarles a cada una un precepto normativo distinto y distante, al otorgarles distinta definición y ante la tenencia en cuenta de que la extensión del régimen jurídico de las emisiones se debía imponer a las OPVs, con las “*adaptaciones que resultasen necesarias*”, hoy en día, tras la reforma legal, el tratamiento otorgado a las emisiones y OPVs es de plena analogía. Esto se manifiesta en que ya no tienen preceptos legales propios, son definidas de un modo conjunto en el mismo artículo, se aplica por igual y sin razón de distingo el mismo régimen jurídico, y se utiliza a lo largo del articulado la fórmula “*ofertas públicas de venta o suscripción*” para englobar conjuntamente a ambas operaciones.

Pero además de exigírseles a las emisiones de valores y OPVs tener la consideración de oferta pública anteriormente citada⁽²¹⁾, para que les resulte de aplicación el régimen jurídico del mercado primario de valores, según la delimitación que con respecto a su ámbito de aplicación efectúa el artículo 2 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, España tendrá que ser el Estado miembro de origen de éstas por darse alguna de las siguientes circunstancias:

- 1.º Cuando se trate de valores no participativos cuyo valor nominal unitario sea de al menos 1.000 euros y de valores no participativos que den derecho a adquirir cualquier valor negociable o a recibir un importe en efectivo como consecuencia de su conversión o del ejercicio de los derechos que confieren, siempre que el emisor de los valores no participativos no sea el emisor de los valores subyacentes o una entidad perteneciente al grupo de dicho emisor, si el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión designa España como Estado miembro de origen⁽²²⁾.
- 2.º Cuando se trate de valores participativos⁽²³⁾ o no participativos distintos de los anteriores si el emisor tiene su domicilio social en territorio

(21) De acuerdo con el artículo 38.1 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, no tendrán la consideración de oferta pública las ofertas de valores:

- “a) *Dirigidas exclusivamente a inversores cualificados.*
- b) Dirigidas a menos de 100 personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin incluir los inversores cualificados.
- c) Dirigidas a inversores que adquieran valores por un mínimo de 50.000 euros por inversor, para cada oferta separada.
- d) Cuyo valor nominal unitario sea de, al menos, 50.000 euros.
- e) Cuyo importe total sea inferior a 2.500.000 euros, límite que se calculará en un período de 12 meses”.

(22) Para que España pueda ser designada como Estado miembro de origen para este supuesto será necesario, según el artículo 2.1 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, bien que el emisor tenga su domicilio social en territorio español, bien que los valores hayan sido admitidos a negociación o vayan a serlo en mercados secundarios oficiales españoles, o bien que los valores se ofrezcan al público en territorio español.

(23) Son valores participativos, según el artículo 4.º del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, las acciones y valores negociables equivalentes a las acciones, así como cualquier otro tipo de valores negociables que den derecho a adquirir acciones o valores equivalentes a las acciones, por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieren, a condición de que esos valores sean emitidos por el emisor de las acciones subyacentes o por una entidad que pertenezca al grupo del emisor. Los valores no participativos son definidos en sentido negativo en el mismo precepto legal, esto es, por reunir los requisitos que permitan considerarlos como participativos.

español, o cuando el emisor esté domiciliado en un Estado no miembro de la Unión Europea, si el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión designa España como Estado miembro de origen ⁽²⁴⁾.

Ahora bien, cuando estos emisores u oferentes apelan al ahorro público tienen que hacer frente a una serie de riesgos ⁽²⁵⁾.

El primero de los riesgos, denominado riesgo de espera (*waiting risk*), se produce por el mero transcurso del tiempo entre el momento en que el emisor u oferente detecta sus necesidades de información, diseña y prepara la operación, cumple con las formalidades legales y administrativas necesarias y procede al lanzamiento de la oferta pública, dado que durante ese tiempo el mercado puede haberse deteriorado radicalmente por razones políticas, económicas o de otra índole que impidan llevar a cabo la operación programada.

El segundo de los riesgos, calificado como riesgo de determinación del precio de salida de la emisión u oferta (*pricing risk*), se origina no sólo por la complejidad técnica de la valoración —especialmente si los valores emitidos no cotizan en un mercado secundario—, sino también por el conflicto que se plantea el emisor u oferente entre obtener, por un lado, el precio más alto posible, y ofrecer, por otro, una buena oportunidad de inversión para que los valores se coloquen en el mercado.

Finalmente, y como tercero y último de los riesgos, se configura un riesgo de comercialización o distribución de la emisión (*marketing risk*) que se manifiesta no ya sólo por la falta de acceso al público mediante una buena red de distribución, sino también por la carencia de conocimientos y experiencia para comercializar de una forma atractiva la operación.

No obstante, los emisores u oferentes pueden protegerse de los riesgos de determinación del precio y de comercialización solicitando, según principio de libertad de colocación, la colaboración de uno o varios intermediarios financieros para que intervengan en la preparación y en el proceso de colocación de sus valores.

⁽²⁴⁾ Para que España pueda ser designada como Estado miembro de origen para este supuesto será necesario según el artículo 2.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, bien que los valores se hayan ofertado al público por primera vez en territorio español después del 31 de diciembre de 2003, bien que se haya solicitado su admisión a negociación en un mercado secundario oficial español por primera vez.

⁽²⁵⁾ Para su exposición seguimos a FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “La responsabilidad civil de las entidades colocadoras...” *op. cit.*, pp. 21 a 23; id., “Artículo 30. Entidades colocadoras y comercializadoras”, *Régimen jurídico de las emisiones...* *op. cit.*, p. 870.

Así pues, surge la actividad directora de emisiones u OPVs, configurada como prestación relativa a la fase preliminar en el proceso comercializador, y de tal forma como labor previa de diseño y asesoramiento económico y jurídico a la posterior realización material de la colocación con el fin de, atendiendo a la situación económica y financiera de la empresa desde la observancia de los datos concernientes al sector del mercado, procurar establecer cuáles son las modalidades técnicas y las dimensiones más apropiadas a adoptar para la emisión u OPV, y así pues que se proceda a efectuar su materialización de la forma lo más eficiente posible desde la determinación de las características, clases o tipos de valores a emitir, la fijación de su número y nominal, la elección de la coyuntura temporal más apropiada para lanzar la oferta al público —así como la del período de la emisión u OPV—, el establecimiento del precio de salida⁽²⁶⁾, la verificación del folleto, la formación del sindicato de colocación, así como el cumplimiento de los trámites necesarios ante la CNMV o, en su caso, los organismos rectores de los mercados en los que vaya a cotizar el valor.

Esta actividad directora (*origination*), definida en el artículo 35.1 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, como la destinada a dirigir las operaciones relativas al diseño de las condiciones financieras, temporales y comerciales de la oferta, así como la coordinación de las relaciones con las autoridades de supervisión, los operadores de los mercados, los potenciales inversores y las entidades colocadoras y aseguradoras, habitualmente resulta conferida a las encargadas de la colocación de las emisiones u OPVs⁽²⁷⁾, viniendo así a integrar la tarea de la preparación de las operaciones dirigidas a la consecución de la colocación de las emisiones u OPVs⁽²⁸⁾, en la actividad de colocación mediante

⁽²⁶⁾ La determinación de este criterio es considerada, siguiendo a FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “La responsabilidad civil de las entidades colocadoras...”, *op. cit.*, p. 23; id., “Artículo 30. Entidades colocadoras...”, *op. cit.*, p. 840, como uno de los componentes más destacados, y ello puesto que el éxito o fracaso de la emisión u oferta en cuestión depende en gran parte de la adecuada percepción de este elemento en el mercado.

⁽²⁷⁾ Si bien tal situación vino a ser advertida por SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J., “Las ofertas públicas de venta de acciones...” *op. cit.*, p. 817, es VALENZUELA GARACH, J., *Las entidades de crédito comisionistas en el mercado de valores*, Ed. Universidad de Jaén, Jaén, 2000, p. 106, el que se ha pronunciado sobre las causas generadoras de tal realidad, al considerar que tal dualidad no era sino la consecuencia lógica de la búsqueda de una mayor eficacia en la colocación derivada de otorgar a las entidades diseñadoras del programa de actuación, en aras del aprovechamiento de su experiencia y conocimientos en la materia, la preparación de las operaciones dirigidas a la consecución de la colocación de la emisión u OPV.

⁽²⁸⁾ De esta forma las entidades directoras quedarían vinculadas a la reserva de la actividad que se produce en favor de la función colocadora a las sociedades de valores (artículo 64.2 de la LMV), agencias de valores (artículo 64.3 de la LMV) y las entidades de crédito (artículo 65.1 de la LMV).

un pacto accesorio, que no permite ser entendido con respecto a aquél como conformador de un contrato específico al constituirse en torno a la misma y única causa contractual, esto es, la colocación de los valores en el mercado, y al existir una sola retribución —aunque si bien mayor al asumirse de tal forma la realización de más funciones de índole onerosa que con la simple colocación— por la prestación de las actividades. Tampoco puede ser considerado como indicador de una actividad connatural e indisolublemente unida al de distribución, al no tener lugar con carácter obligatorio sino simplemente cuando el emisor u oferente solicitase sus correspondientes servicios.

La disciplina jurídica aplicable a este pacto accesorio será la correspondiente con las disposiciones aplicables a cada uno de los negocios concurrentes. Es decir, la normativa establecida para la función directora y para la colocadora fusionadas entre sí. Lo anterior se fundamenta dado que la teoría de la absorción, esto es, la basada en la aplicación de la disciplina detentada por el elemento preponderante, no puede resultar de aplicación al no estar los elementos que se conjugan en una relación de subordinación sino de mutua coordinación, además de porque la teoría de la aplicación analógica, constituida por la aplicación de la normativa de la figura tipificada más afín, no resulta ser la más adecuada al prescindir por completo en cada uno de los negocios fundidos en los complejos normativos fijados por las demás fuentes del derecho⁽²⁹⁾.

No obstante, derivado del proceso de especialización en la fase distributiva al público, se ha ido gestando el fraccionamiento de la tarea de ejecutar el mandato colocador, ante la complejidad que tiene el cumplimiento de éste, y la ampliación del sector geográfico sobre el que se extiende la actividad. De esta forma, las funciones conferidas a la entidad directora también han venido siendo dadas a un sujeto independiente⁽³⁰⁾, dando origen así a un contrato con una naturaleza jurídica propia que comprende en particular el asesoramiento jurídi-

(29) Efectuando análogas críticas a las teorías de la absorción y de la aplicación analógica, optando por ello por el acogimiento de la teoría de la combinación, *vid.* JORDANO BAREA, J.B., “Contratos mixtos y unión de contratos”, *ADC*, 1951, p. 331 y 332.

(30) La actividad directora puede ser conferida a más de un sujeto, ostenten o no la condición colocadora, generando de tal forma para el primero de los casos pactos accesorios y para el segundo, contratos específicos aunque dotados de conexión con respecto al de colocación, lo cual se hace predicable, aun cuando la misma noción de entidad directora comprenda una cierta connotación de liderazgo y desde el artículo 35 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, se establece un rubricado de carácter singular “*responsabilidad de la entidad directora*”, al indicar quién tendrán la consideración de entidad directora alude a “*aquella o aquellas*” a las que el emisor o el oferente haya otorgado mandato para dirigir las operaciones y no existe además ninguna norma contraria a la admisibilidad de varias entidades codirectoras y la misma práctica ha venido a corroborar la coexistencia en recientes OPVs, de ámbito internacional de entidades que reciben la denominación de directoras.

co y económico sobre los requisitos propios de la emisión u OPV, y que si bien no tendría que ser objeto de reserva en favor de un sujeto concreto, al ser una actividad que va más allá del artículo 63.2.d) y f) de la LMV⁽³¹⁾ —así como del artículo 52.k) LDIEC— sí que debería ser objeto de modificación en un futuro, ante el especial régimen jurídico al que se somete a la entidad directora en materia de verificación del contenido del folleto y por la responsabilidad que ello conlleva⁽³²⁾. No obstante, y aun cuando nos encontremos en alguno de aquellos supuestos, tampoco podremos considerar que el proceso de distribución al público que conforma una operación económica unitaria se vea amenazado por las disfunciones ocasionadas mediante intervenciones aisladas carentes de vinculación procedentes de la autonomía jurídica generada por contratos independientes entre sí dotados de causa propia en cada fase de aquél que podría dejar sin sentido desde la perspectiva de la operación económico-jurídica la finalidad que se quiere aprehender. Esto se debe a que el propósito global que por razón de aquellos se pretende conseguir, esto es, la colocación de las emisiones u OPVs, genera un nexo funcional jurídicamente relevante tal que permitirá conferir a todos aquellos la condición de contratos conexos y así vincular las vicisitudes del desarrollo y ejecución de uno a las del otro.

Ahora bien, la actividad directora de las emisiones u OPVs no posee una normativa general, sino que sólo detenta determinadas referencias legislativas relativas a su noción (artículo 35.1 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre), a la sujeción de la directora a la obligación de hacer pública la información que la CNMV estimase pertinente en relación con los valores emitidos u ofrecidos, a la situación del emisor u oferente o el procedimiento de colocación que proyecten [artículo 44.1.c) del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre], al deber de efectuar las comprobaciones que sean necesarias para contrastar la veracidad del contenido del folleto informativo (artículo 35.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre), a la carga de asumir responsabilidades cuando no lleve a cabo diligentemente las comprobaciones sobre el folleto (artículos 35.2 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, y 28.1 de la LMV), así como en relación con las exenciones de la citada responsabilidad (artículo 37 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre)].

Como consecuencia de lo anterior, el régimen jurídico que resultará aplicable pues a este contrato de dirección será, junto a las disposiciones previstas en

(31) En este sentido *vid.* ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado... op. cit.*, p. 622; QUINTÁNS EIRAS, M.R., “Las relaciones de intermediación en la colocación de valores”, *RDBB*, n.º 75, 1999, p. 236.

(32) De esta forma, nos adherimos así a la crítica que muy acertadamente ya formuló FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “La responsabilidad civil de las entidades colocadoras...”, *op. cit.*, p. 78.

la normativa jurídico general del mercado de valores que le resulten de aplicación por razón del sujeto prestador de la actividad, y las específicamente recogidas por el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, las vinculadas a la naturaleza jurídica que posee el contrato.

Así pues, y dado que se corresponde con la función directora la naturaleza jurídica de comisión mercantil y/o arrendamiento de servicios⁽³³⁾, el régimen jurídico que concluirá por determinar en cada supuesto la normativa aplicable resultará de la regulación prevista para aquellas, si bien desde la advertencia de que la consideración mercantil que ostenta tal actividad —al tener como objeto un acto de comercio como es una operación en el mercado de valores y ser el director un comerciante—, tiene, para la segunda de las configuraciones jurídicas posibles, un alcance limitado, al conducir simplemente a la aplicación preferente de las disposiciones generales sobre los contratos de comercio (artículos 50 a 63 del Cco.), dado que la regulación del contrato de arrendamiento de servicios es civil⁽³⁴⁾.

⁽³³⁾ Así pues, frente a la posición doctrinal mantenida por FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ ACEBO, A., “Artículo 30. Entidades colocadoras y comercializadoras”, *Régimen jurídico de las emisiones...*, *op. cit.*, p. 892; PALÁ LAGUNA, R., *Las ofertas públicas de venta de acciones*, McGraw-Hill, Madrid, 1997, p. 136; ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado...*, *op. cit.*, p. 621; VEGA PÉREZ, F., *Intervención bancaria...*, *op. cit.*, p. 32, de considerar a la naturaleza jurídica de la actividad directora como de comisión mercantil, así como frente a la tesis defendida por CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento...*, *op. cit.*, p. 24 y VALENZUELA GARACH, J., “La comisión bancaria en las emisiones y ofertas públicas de venta de valores”, *CDC*, n.º 28, 1999, p. 204; *id.*, *Las entidades de crédito comisionistas...*, *op. cit.*, p. 107, de estimar que, junto a las funciones de representación, también las entidades directoras emprenden unas actividades materiales que permiten valorar su naturaleza jurídica como mixta derivada del carácter comisionista de aquellas y de la condición de arrendamiento de servicio de éstas, consideramos, desde la advertencia efectuada por QUINTÁNS EIRAS, M.R., “Las relaciones de intermediación en la colocación...”, *op. cit.*, p. 237, que la calificación jurídica de la actividad directora ha de depender del contenido concreto que ostente —pero sin seguir sus conclusiones conducentes a la valoración de la función predominante acometida en la realización del encargo como el criterio que permitirá denotar si corresponde la calificación jurídica comisionista o bien la de arrendamiento de servicios— que la función directora será estimada como comisión, cuando los actos preparatorios realizados derivasen de la realización de actos de celebración de relaciones contractuales con terceros (por ejemplo, la realización de los actos dirigidos a conseguir la precisa publicidad de la emisión u OPV), como arrendamiento de servicio, cuando los actos proviniesen de las prestaciones de simple actividad material (por ejemplo el asesoramiento que la entidad directora presta a la emisora en relación con la fijación del precio de salida al mercado de la emisión u OPV), o mixta, en el caso de que los actos que resultasen fuesen una cohesión de los anteriores.

⁽³⁴⁾ Realizando la citada apreciación *vid.* CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento y asesoramiento de emisiones y ofertas públicas de venta de valores*, Dykinson, Madrid, 1996, p. 26.

De este modo pues, cuando las entidades directoras atienden a la prestación de la actividad, además de asumir las obligaciones provenientes de las normas de relación con la clientela (Títulos II, IV y VII de la LMV, Capítulo III del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995, y Circulares de la CNMV 3/1993, de 29 de diciembre, sobre registros de operaciones y archivo de justificantes de órdenes, y 1/1996, de 27 de marzo, sobre normas de actuación, transparencia e identificación de los clientes en las operaciones del mercado de valores) y de conducta (artículo 78 de la LMV), establecidas con la finalidad de proteger al inversor desde el control del comportamiento de los intermediarios en el mercado de valores, quedan vinculadas al cumplimiento no ya sólo de las exigencias contractuales derivadas de la actividad directora en sí misma⁽³⁵⁾, sino también de las obligaciones dimanantes del proceso de oferta pública en su conjunto, y de tal forma, de las

⁽³⁵⁾ En relación con las pretensiones de naturaleza contractual procedentes de la función directora en sí misma las entidades directoras:

— No tienen el deber de aceptar el encargo recibido, dado que no se configura ninguna disposición legal o reglamentaria que lo haga susceptible de aplicación general en estos casos, tal y como sí que acontece para los miembros de los mercados secundarios oficiales en relación con las órdenes que reciban de sus clientes (artículo 39 de la LMV). Pero sí que adquieren la obligación de rechazar el encargo recibido no sólo cuando la emisión u OPV proyectada implique alguna infracción del ordenamiento jurídico (artículo 53 del Cco.), sino también cuando no disponga de los medios y capacidad oportunos al efecto que procuren su correcta realización (artículo 3.2 del Anexo del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo).

— Asumen la obligación de complementar o perfeccionar los conocimientos del emisor u oferente sobre todas las circunstancias de la operación proyectada, ya fuesen de carácter jurídico, económico o fiscal, o pronunciadas en relación con la conveniencia del negocio, características, clases o tipos de valores a emitir, número y nominal, coyuntura temporal más apropiada para lanzar la oferta al público, precio de salida, así como con respecto a demás detalles relativos a la emisión u OPV que pudiesen afectar a la decisión de aquéllos. Pero además, en el caso de que la emisora u oferente presentase a la entidad de crédito como inamovibles determinadas características de la operación que sean consideradas por ésta como contrarias al éxito de la emisión u OPV, adquiere el deber de tener que indicar de forma expresa al oferente las advertencias que considere oportunas sobre los posibles perjuicios que confieren tales criterios, y si el emisor u oferente mantuviese su posición en contra del convencimiento técnico dado por la entidad de crédito también contrae ésta el cometido de negarse a continuar con la prestación de su función directora, dado que de lo contrario quedaría obligada a declarar en el folleto informativo su conformidad sobre una información que no omite hechos o datos significativos que pudiesen resultar relevantes para el inversor (artículo 35.3 del Real Decreto 1319/2005, de 4 de noviembre), y adquiriría así de tal forma la responsabilidad derivada de la formulación de un falso pronunciamiento.

— Adquieren la obligación de ejecutar el encargo consistente en la realización de actos o celebración de relaciones contractuales con terceros vinculados con la operación proyectada por cuenta del emisor u oferente, tales como la formación del sindicato de colocación, su representación frente a éste, el cumplimiento de los trámites necesarios ante la CNMV o, en su caso, los

precedentes de la normativa jurídico-general del mercado primario de valores cuya manifestación específica es el folleto informativo.

En efecto, de esta forma la entidad directora queda vinculada a la obligación de cercionarse de la veracidad e integridad de las informaciones contenidas en el folleto informativo, así como de declarar en éste que como consecuencia de la citada comprobación no se advierte circunstancia que contradiga o altere la información recogida en el folleto, ni que se omiten hechos o datos significativos que pudiesen resultar relevantes para el inversor, generando de tal forma una conminación no ya sólo frente al emisor u oferente, sino también para con el público inversor, dado que al tratarse de un mandato derivado de la normativa reguladora del mercado primario de valores en aras de la protección del interés público de los inversores permitía generar en los supuestos de incumplimiento o cumplimiento defectuoso un esquema de responsabilidad de la entidad directora frente a los intervinientes en la emisión u OPV regulado en los artículos 28.1 de la LMV y 35 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre.

III. RESPONSABILIDAD CIVIL DE LA ENTIDAD DIRECTORA POR EL CONTENIDO DEL FOLLETO INFORMATIVO

1. **Ámbito de responsabilidad civil. Legitimación activa y pasiva**

La primera de las cuestiones que se plantea en el análisis de la responsabilidad civil de la entidad directora por las falsedades u omisiones contenidas en

organismos rectores de los mercados en los que vaya a cotizar el valor, o los destinados a conseguir la precisa publicidad de la emisión u OPV, tanto desde la exigencia de comunicación de la marcha del encargo y del momento de su realización (artículo 260 del Cco.) como a través de la defensa de los intereses de su representado, atendiendo a cuidar el negocio como propio desde su discrecionalidad, haciendo lo que dicte su prudencia y le resulte más conforme con los usos de comercio, y sólo contemplando en algún caso el señalamiento por el emisor u oferente de alguno de los elementos del negocio (artículo 255.2 del Cco.).

— Se les adjudica una obligación de prestación diligente del servicio solicitado en los términos de un profesional experto (artículo 1104.1 del CC).

— Tienen la obligación de fidelidad con respecto del cliente como consecuencia del deber contractual general de buena fe (artículo 1258 del CC), del que se deriva la exigencia de guardar secreto en relación con la actividad efectuada y especialmente sobre los datos que se han conocido mediante la prestación de dichos servicios, si bien con la excepción de la información que expresamente se encontrase referida en el folleto en virtud de lo establecido en el artículo 35.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, y del que no cabe estimar además que vaya a alterar la posición jurídica de independencia de la entidad directora con respecto al emisor u oferente, dado que es ésta la condición que le permitirá realizar de forma adecuada el análisis con congruencia a la empresa con el fin de atender a la valoración objetiva de su situación económica financiera y asumir la declaración prevista en el artículo 35.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre.

el folleto informativo de una emisión u OPV, viene establecida en torno a la necesidad de delimitar ante qué concreto régimen de responsabilidad nos encontramos.

Este dato tiene una indudable trascendencia a la hora de determinar las acciones que se pueden ejercitar frente a la entidad directora al suponer un planteamiento distinto en su naturaleza, dimensiones y alcance que exige acometer su examen por separado.

Así pues, la primera opción para proceder a la reclamación de responsabilidad civil frente a la entidad directora es la de atender al ejercicio de la acción contractual por la entidad emisora u oferente fundamentada en la relación jurídica que les vincula y por la que la directora asumiría el deber de *“llevar a cabo las comprobaciones que razonablemente, según criterios de mercado comúnmente aceptados, sean necesarias para contrastar que la información contenida en la nota de valores relativa a la operación o a los valores no es falsa ni se omiten datos relevantes”* (artículo 35.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre).

Ahora bien, cabe advertir de que es difícilmente viable en la práctica que las entidades emisoras u oferentes procedan a exigir una responsabilidad civil a las entidades directoras derivada de no haber realizado adecuadamente las comprobaciones que hubiesen resultado oportunas para contrastar la veracidad de la información contemplada en el folleto⁽³⁶⁾. Esto se debe a que al ser el emisor u oferente quien se encuentra vinculado con los inversores desde el contrato de suscripción o compra de los valores y no desde la realización de una función directora que sólo les une con las entidades directoras, al encomendarles el legislador la responsabilidad principal por el *“contenido del folleto informativo”* (artículo 33.1 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre), y al establecerse que desde el deber de comprobación conferido a las entidades directoras desde el artículo 35.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, se pone de manifiesto una responsabilidad limitada al ámbito de la no diligencia en la prestación de tal obligación (artículo 35.2 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre), y por lo tanto únicamente vinculada al deber de contrastar la adecuación con la realidad de algo ya previamente elaborado, sería el emisor u oferente el principal sujeto que quedaría sometido de todas formas a la responsabilidad derivada de las incorrecciones u omisiones que el folleto detentase.

⁽³⁶⁾ Reparando en el mismo sentido en la citada observación *vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Artículo 31. Deberes de la entidad directora...”, *op. cit.*, p. 928; *id.*, “La responsabilidad civil de las entidades...”, *op. cit.*, pp. 123 y 195; CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, *op. cit.*, p. 57.

Como segunda opción para atender a la reclamación de responsabilidad civil frente a la entidad directora se encuentra la de proceder al ejercicio de la acción extracontractual por el público inversor derivado de la normativa reguladora del mercado primario de valores en aras de la protección del interés público (artículos 35.2 y 36 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre).

No obstante lo anterior, la fundamentación de la naturaleza jurídica de la responsabilidad contraída por la entidad prestadora de la función directora con respecto a los inversores no ha sido pacífica y ha venido a generar pues distintas teorías.

Una de éstas es la denominada teoría contractualista, que ha resultado abordada mediante distintos razonamientos para poner de manifiesto que en la base de la responsabilidad de las citadas entidades directoras lo que existe es una obligación de naturaleza contractual hacia los inversores. De esta forma, y como primero de los razonamientos, se ha manifestado la estimación de que la confianza del que recibe la información requiere de una adecuada tutela en aras del principio de protección del inversor que rige en el mercado de valores⁽³⁷⁾. También, y como segundo fundamento, se ha apreciado la obligación comprobadora y verificadora adquirida por el intermediario al significar la adquisición implícita de un contrato de prestación de servicios de asesoramiento o información con respecto al inversor⁽³⁸⁾. Igualmente, y como tercero y último de los fundamentos dados, se ha indicado la consideración del folleto informativo como el instrumento contractual mediante el cual se definen las características y condiciones de una emisión u OPVs, que tiene que ser aceptado en bloque por el inversor dando origen a un contrato de adhesión en el que quedaría de tal

(37) Pronunciándose en este sentido muy tempranamente desde la doctrina francesa *vid.* THALLER, M., “Syndicats financiers d’émission”, *Annales De Droit Commercial et Industrielle*, n.º 1, 1911, p. 90, y CABRILLAC, H., “La responsabilité civile des banques dans le placement et l’émission de titres”, *Revue Trimestrielle de Droit Civile*, n.º 2, 1931, p. 315 desde la doctrina italiana *vid.* LUMINOSO, A., “Responsabilità civile dei banca per false o inesatte informazioni”, *Riv. Dir. Comm.*, n.º 1, 1984, p. 190, y en nuestro país *vid.* VEGA PÉREZ, F., “Intervención bancaria en la emisión y colocación de valores negociables”, en AA.VV. (coord. MARTÍNEZ SIMANCAS, J.) *Instituciones del mercado financiero*, t. III, 1999, Tecnos, Madrid, p. 1215; *id.*, “Intervención bancaria en la emisión y colocación...”, *op. cit.*, p. 557.

(38) Este razonamiento, denominado como teoría del *stillschweigend geschlossener Auskunfts-oder Beratungsvertrag* y analizado por ASSMANN, H.D., *Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung Kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US-amerikanischem*, Berlín, Recht, 1985, p. 353, ha sido el mantenido en reiteradas ocasiones por la jurisprudencia del Tribunal Supremo Federal Alemán (BGH) en aras de la exigencia de responsabilidad a las entidades que acometiesen la función directora.

forma incluida la declaración de la entidad gravada con la citada obligación de comprobación y verificación de aquél⁽³⁹⁾.

Ahora bien, a nuestro juicio tales argumentaciones, y así el mantenimiento de las conclusiones que la vigencia de éstas posibilitarían, no pueden ser compartidas. Esto se fundamenta en que frente al primero de los razonamientos expuestos cabe oponer que la tutela del inversor no puede ser considerada como un propósito sólo predicable de una vinculación jurídica entre el intermediario y el inversor basada en una relación de naturaleza contractual. También porque frente al segundo de aquellos se puede objetar que no es posible aceptar que la declaración verificadora y comprobadora ocasionase un contrato, al tratarse de una obligación no ya de origen consensual sino de configuración legal, ni menos aún que éste resultase independiente con respecto a la función directora, al no denotarse además la presencia de una causa distinta y sí advertirse indicios de un tratamiento globalitario con respecto a las actividades con las que se vincula ante la existencia de una retribución única.

Asimismo, y para la argumentación de la disconformidad con respecto a la tercera de las fundamentaciones empleadas por aquella teoría erigida en torno al folleto informativo, hay que partir de un pronunciamiento sobre éste. Lo anterior se debe a que mediante la observancia del folleto informativo como el documento escrito del que emana toda la información sobre las características del producto financiero y del emisor, la situación patrimonial y económica de éste, la actividad que desarrolla y el procedimiento previsto de colocación, y en el que se incorporan además las condiciones del negocio jurídico que se proyecta realizar en aras de presentar la oferta pública a los inversores⁽⁴⁰⁾, así como de

⁽³⁹⁾ Fundamentándose en la citada argumentación *vid.* la resolución del protector del inversor de la Bolsa de Madrid de 29 de enero de 1993, publicada en la *Revista de la Bolsa de Madrid*, n.º 3, 1992 pp. 52 y 53 y comentada por CACHÓN BLANCO, J.E., “Resoluciones del Protector del Inversor de la Bolsa de Madrid. Transcendencia jurídica del folleto de emisión”, *RDBB*, n.º 47, 1992, pp. 908 y 909.

⁽⁴⁰⁾ En efecto, es el folleto informativo el documento que queda configurado como la pieza clave en materia de comunicación de los mercados, pero no ya sólo desde su condición como obligado sistema de información dirigido a la protección de los inversores y la salvaguarda de la transparencia del mercado, sino también y tal y como ha sido advertido por ALONSO UREBA, A., “Inexactitudes u omisiones en el contenido del folleto informativo con motivo de una emisión/oferta de valores (en torno a los artículos 20 y 21 Real Decreto 291/1992)”, en AA.VV. (coord. IGLESIAS PRADA, J.L.), *Estudios jurídicos en homenaje al Pf. Aurelio Menéndez*, t. III, Ed. Civitas, Madrid, 1996, p. 3080; CACHÓN BLANCO, J.E., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de venta de valores... op. cit.*, p. 318; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “La responsabilidad civil de las entidades...”, *op. cit.*, p. 83; AURETI, P., “La tutela del risparmiatori e dei concorrenti contro la pubblicità ingrannevole e scorretta”, en AA.VV., *Informazione e pubblicità nell’offerta al pubblico di valori mobiliari*, Giuffrè, Milán,

que éstos puedan adoptar un juicio fundado sobre ella [artículos 16 y 17.b) del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre], se puede denotar que permite ser considerado como el instrumento de la oferta negocial que implica la emisión u OPV, vinculante para el emisor u oferente desde el artículo 8.1 de la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la defensa de los consumidores y usuarios⁽⁴¹⁾. Pero lo anterior no ha de significar también que las declaraciones que la entidad directora vertiese sobre él desde la obligación legal impuesta a su función vayan a generar un vínculo contractual con los inversores. Esto se fundamenta en que la entidad prestadora de la función directora procede a comprobar y verificar la información contemplada en la oferta del emisor u oferente, pero permanece al margen de la relación jurídica que finalmente se estableciese con el suscriptor o adquirente de los valores en cuestión⁽⁴²⁾, y así pues, al no ser parte del contrato en sentido propio, la responsabilidad no podrá ser establecida en el ámbito estrictamente negocial.

Otra de las teorías que surgen en aras a argumentar la naturaleza jurídica de la responsabilidad de la entidad directora es la que, calificada como tesis de la responsabilidad precontractual, admite dos aproximaciones distintas. Una de

1991, p. 7; FLORIDIA, G., “Publicità in materia finanziaria”, *Contratto e Impresa*, n.º 1, 1993, p. 365 desde su posición como instrumento de publicidad en el marco de la actividad promocional de los valores objeto de la emisión u OPV dado que según el artículo 28.b) del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, la publicidad que realicen los emisores u oferentes con fines promocionales “deberá ser coherente con respecto a la información contenida en el folleto, si este ya se ha publicado, o con respecto a la información que debe figurar en él, si se publica posteriormente”.

(41) Es el artículo 8 de la Ley 26/1984, de 19 de julio, el que dando lugar a una integración publicitaria del contrato reconocido por las SSTs de 14 de junio de 1976 y 27 de enero de 1977 (*vid.* FONT GALÁN, J.I., “La integración publicitaria del contrato: un instrumento de derecho privado contra la publicidad engañosa”, *CDC*, n.º 4, 1988, pp. 31 y ss), permite ser objeto de aplicación cuando el folleto fuese utilizado con fines promocionales —tal y como han indicado GARCÍA PITA Y LASTRES, J.L., “Artículo 23. Apertura y cierre de la suscripción” *Régimen jurídico de las emisiones...*, *op. cit.*, pp. 573 y 574; ALONSO UREBA, A., *Inexactitudes...*, *op. cit.*, pp. 3090 y 3091; DEL CAÑO PALOP, J.R., “Responsabilidad por el folleto informativo de una emisión a cargo de un no suscriptor del mismo (sentencia del Tribunal de Apelación de Milán de 2 de febrero de 1990), *RDBB*, n.º 42, 1991, pp. 494 y 495—, y ello porque establece que en el supuesto de que la contratación de bienes o servicios haya sido precedida de una fase de captación publicitaria, el empresario —y de tal forma el emisor u oferente— quedará vinculado por las condiciones y garantías ofrecidas en sus anuncios, incluso aun cuando no llegasen a quedar efectivamente incluidas en un contrato definitivo —que para tal supuesto es el negocio de suscripción o adquisición de los valores— cuando el potencial inversor se encontrase dentro de la categoría de los consumidores.

(42) Negando análogamente la participación de las entidades directoras en el contrato de suscripción o compraventa *vid.* CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, *op. cit.*, p. 60; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ ACEBO, A.: “Artículo 31...”, *op. cit.*, p. 929; ALONSO UREBA, A., “Artículos 20 y 21”, *Régimen jurídico de las emisiones...*, *op. cit.*, p. 495.

ellas, elaborada desde la doctrina italiana y aplicada analógicamente a nuestro ordenamiento a través de una lectura integradora de los artículos 20.a) y 32 de la LSA, y así desde el contexto de la fundación sucesiva de las sociedades anónimas, ha tratado de extender la responsabilidad a las entidades directoras considerándolas como auxiliares de los promotores en operaciones de mercado primario⁽⁴³⁾. La otra, iniciada desde la doctrina y jurisprudencia alemana y acogida en Italia⁽⁴⁴⁾, así como en nuestro ordenamiento⁽⁴⁵⁾, ha venido estimando que por la confianza de seguridad en la inversión que se genera a través de la

(43) En efecto, iniciado por PORTALE, G., “Informazione societaria e responsabilità degli intermediari”, *L’informazione societaria. Atti del convegno internazionale di studi Venezia*, Giuffrè, Milán, 1982, p. 18, id., “Informazione societaria e responsabilità degli intermediari”, *BBTC*, n.º 1, 1982, pp. 3 a 31, desde Italia se ha venido sosteniendo que a la responsabilidad que contrae el intermediario financiero por el contenido del folleto le ha de ser objeto de aplicación analógica la normativa aplicable a los promotores solidariamente responsables sobre la sociedad o sobre terceros en relación con las comunicaciones falsas (artículo 2339.1 C.civile) en la medida que también promueven, en su condición de auxiliares, la colocación de los títulos entre el público, además de por la similitud que ostentan en el aspecto normativo, dado que si bien los promotores suscriben el programa de constitución de la sociedad (artículo 2337 C.civile), en el mismo sentido los intermediarios proceden a suscribir el folleto informativo.

(44) En el sistema italiano es la consideración de la existencia de una responsabilidad precontractual a cargo de los intermediarios, fundamentada en la obligación derivada del principio general de buena fe de controlar la veracidad de los datos utilizados en la información, la que se ha venido a seguir tanto por la mayoría de la doctrina (*vid.* FERRARINI, G., “La responsabilità da prospetto”, *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, n.º 78, 1986, p. 185; id., “La responsabilità da prospetto delle banche”, *BBTC*, n.º IV-V, 1987, p. 439; id., *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Giuffrè, Milán, 1986, p. 49; id., “Il prospetto informativo: funzione e contenuti”, *Diritto della banca e del mercato finanziario*, n.º 2, 1992, p. 176; ABBADESSA, P., “Difusione dell’informazione e doveri di informazione dell’intermediari”, *BBTC*, n.º 3, 1982, p. 305; REALMONTE, F., “Doveri di informazione e responsabilità precontrattuale nell’attività di intermediazione mobiliare”, *BBTC*, n.º 1, 1994, p. 623) como por la jurisprudencia, tal y como refleja la primera sentencia italiana pronunciada en el tema de la responsabilidad del folleto, que fue la promulgada por el Tribunal de Milán el 11-1-1988 y ha resultado analizada por FERRARINI, G., “Investment banking, prospetti falsi e culpa in contrahendo”, *Giurisprudenza Commerciale*, n.º 2, 1988, pp. 585 a 605, calificándola como de plenamente acertada, así como la Sentencia del Tribunal de Apelación de Milán de 2-2-1990, donde se vino a confirmar la del Tribunal de Primera Instancia de Milán de 11 de enero de 1988 y que desde nuestro país ha resultado examinada desde una crítica posición por DEL CAÑO PALOP, J.R., Responsabilidad por el folleto informativo de una emisión a cargo de un no suscriptor del mismo (sentencia del Tribunal de Apelación de Milán de 2 de febrero de 1990)...”, *op. cit.*, pp. 489 a 492.

(45) En este sentido *vid.* SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Ofertas públicas de venta...”, *op. cit.*, p. 819; id., Artículo 29..., *op. cit.*, pp. 829 y 830; RUBIO DE CASAS, M.G., “Artículo 18. Otros contenidos especiales del folleto”, *Régimen jurídico de las emisiones...*, *op. cit.*, p. 411; id., Artículo 22..., *op. cit.*, p. 519; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ ACEBO, A., Artículo 31..., *op. cit.*, p. 929; id., *La responsabilidad civil de las entidades...*, *op. cit.*, p. 139.

consideración como vera de las informaciones transmitidas en el folleto, y sin que se haya de tener en cuenta la relación ostentada con los singulares inversores desde un específico contrato, la entidad prestadora de este deber queda sujeta a la participación en las obligaciones precontractuales de información, por lo que ante los perjuicios que se ocasionasen mediante las falsedades u omisiones en el folleto la responsabilidad tendría cabida en el incumplimiento de una parte de su deber de información por la consiguiente violación del principio general de buena fe establecido por el artículo 1258 del CC.

Pero nuevamente consideramos que tales fundamentaciones no pueden ser compartidas. Lo anterior se argumenta por estimar que la aplicación analógica de la responsabilidad de los promotores se presenta como incierta fuera del ámbito de la fundación sucesiva (artículo 19 de la LSA)⁽⁴⁶⁾. Además, también se explica por entender que si bien ciertamente la declaración otorgada por la entidad prestadora de la función directora queda constituida frente a los potenciales inversores en garante de la exactitud e integridad de la información contenida en el folleto, es la transgresión del principio general de buena fe la que permite dirigir a la contravención de la función informadora hacia la producción de la consiguiente responsabilidad precontractual, y por lo que al ser ésta una obligación generada en el seno contractual (artículo 1258 del CC), hace que no resulte baladí la relación jurídica que la intermediadora mantuviese con los inversores, y así pues, al no formar aquella parte del contrato que vincula a la emisora u oferente con los suscriptores o compradores y no establecerse de tal forma el contacto comercial que posibilita la aplicación de tal principio, se concluye que no pueda resultar de aplicación la teoría de la responsabilidad precontractual para tal supuesto.

Otra nueva teoría de las configuradas es la que, entendida como tesis de la responsabilidad profesional, ha venido construyendo la responsabilidad de las entidades realizadoras de la función directora por las declaraciones erróneas que permitiesen que las omisiones o inexactitudes que tuviese el folleto generasen daños patrimoniales al inversor sobre la fundamentación de una presunción de profesionalidad exigible a dichas entidades por el mero hecho de hacer valer ante el mercado su especial capacidad para prestar estos servicios y con independencia de la naturaleza de la relación en la que se encontrase con sus clientes⁽⁴⁷⁾.

⁽⁴⁶⁾ Pronunciándose en este sentido *vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Artículo 31..., *op. cit.*, p. 931; *id.*, *La responsabilidad civil...*, *op. cit.*, p. 126.

⁽⁴⁷⁾ Denotándose la existencia de un cierto paralelismo entre la citada teoría con la *shingle-theory* norteamericana en virtud de la cual todo intermediario tiene un deber implícito de actuar honesta y correctamente según su condición profesional con independencia de la naturaleza de la relación en la que se encontrase *vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ ACEBO, A.: Artículo 31..., *op. cit.*, p. 933; *id.*, *La responsabilidad civil...*, *op. cit.*, p. 135.

Pero de igual forma que en las formulaciones anteriores, tampoco estimamos que tales estipulaciones puedan ser aceptadas. Este criterio se fundamenta en que la condición profesional del prestador de la función directora no es un supuesto directo imputador de responsabilidad hacia éste, sino que aunque se trata de una vía que permite proteger a los inversores lo hace desde su condición de medio que posibilita circunscribir el ámbito de aplicación de las normas de naturaleza pública de relación con la clientela y de conducta, como desde su configuración como criterio determinante de la cualificada diligencia exigida en su relación con los demás una vez que ya se hubiese ocasionado el perjuicio en aquellos tanto en un plano contractual como extracontractual⁽⁴⁸⁾.

Una más de las distintas teorías surgidas en aras de la determinación de la naturaleza jurídica de la responsabilidad de la entidad directora es la que, denominada como tesis de la declaración unilateral vinculante, y fundamentada en la dominante opinión doctrinal y jurisprudencial de estimar la voluntad unilateral con lícita causa como fórmula generadora de efectos jurídicos vinculantes, y así como fuente de obligaciones⁽⁴⁹⁾, viene a considerar que la declaración emitida por la entidad prestadora de la función directora en el folleto informativo al reunir aquel requisito resulta otorgada como tal expresión del poder de la autonomía privada, y de esta forma que los destinatarios de aquél quedan convertidos en sus acreedores. Pero es precisamente vinculada a esta observancia de la autonomía de la voluntad donde se permite hacer notar que tampoco se puede estimar como oportuna la citada argumentación. Esto se debe a que la fuente de la obligación comprobadora y verificadora reportada al sujeto realizador de la

(48) Pronunciándose análogamente sobre este parámetro como caracterizador de la diligencia exigible en las entidades de crédito *vid.* SÁNCHEZ MIGUEL, M.C., “La responsabilidad de las entidades de crédito en su actuación profesional”, *RDBB*, n.º 38, 1990, p. 328.

(49) Si bien desde nuestro ordenamiento se vinieron a perfilar dos corrientes de pensamiento, y así una primera, denominada como tesis sociológica o contractualista, vino a establecer que dada la significación social que adquiriría la declaración unilateral al ser emitida debía considerarse como vinculante en la medida en que suscitaba la confianza de los destinatarios (en este sentido *vid.* PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de derecho civil*, t. 1, Bosch, Barcelona, 1959, p. 82; SOTO NIETO, F., “Voluntad unilateral generadora de obligaciones”, *Información Jurídica*, n.º 313, 1972, p. 12), fue la segunda de las teorías elaboradas la que, procediendo a criticar la anterior tesis, y viniendo a indicar que la atribución de efectos jurídicos a una declaración de voluntad quedaba sometida a la licitud de la causa de la obligación que se trataba de crear, ha sido seguida mayoritariamente tanto por la doctrina (*vid.* DE CASTRO Y BRAVO, F., “Comentario a la Sentencia de 17 de octubre de 1975 (la declaración unilateral de voluntad) *ADC*, 1977, p. 194; *id.*, *El negocio jurídico*, Civitas, Madrid, 1985, p. 213; DÍEZ-PICAZO, L., “Las declaraciones unilaterales de voluntad como fuente de obligaciones y la jurisprudencia del Tribunal Supremo”, *ADC*, 1974, p. 458; *id.*, *Fundamentos de derecho civil patrimonial*, Civitas, t. 1, Madrid, 1970, p. 144; LALAGUNA, E., “La voluntad unilateral como fuente de obligaciones”, *RDP*, n.º 52, 1975, p. 803) como por la jurisprudencia del Tribunal Supremo (*vid.* SSTS de 17 de octubre de 1932, 5 de mayo de 1958, 13 de noviembre de 1962, 3 de febrero de 1973, 17 de octubre de 1975 y 6 de marzo de 1976, entre otras).

función directora no es la procedente de su declaración de voluntad unilateral, sino consecuencia de un precepto legal, esto es, del artículo 35. 2 y 3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre⁽⁵⁰⁾.

Así pues, y como consecuencia de todo lo anterior, se permite poner de manifiesto cómo la naturaleza jurídica aplicable a la responsabilidad adquirida por la entidad prestadora de la función directora frente a los inversores que finalmente suscribiesen o adquiriesen los valores objeto de la emisión u OPV, sólo permite explicarse desde la responsabilidad extracontractual predicable del artículo 1902 del CC⁽⁵¹⁾. Lo anterior se fundamenta al ser ésta la fórmula que desde la exigencia de reparación del daño causado a otros por una acción u omisión en la que interviniese culpa o negligencia ajena a relación contractual alguna, posibilita acoger una responsabilidad que surge al margen de las relaciones negociales existentes de un lado entre el intermediario y la emisora u oferente y de otro entre éstos y los inversores, y permite vincular el perjuicio ocasionado a los suscriptores o compradores con el deber legal propio de la prestadora de la función directora de comprobar y verificar el contenido del folleto, al poder configurarse en él como el nexo causal requerido entre el comportamiento y el daño para que se pudiese solicitar tal reclamación, que la falta de comprobación de los datos contemplados en el folleto imputable a la entidad dolosa o culposamente fundamentase el abastecimiento de un juicio de valor erróneo sobre él mismo que permitiese que las omisiones o inexactitudes que presentase el folleto generasen daños patrimoniales al inversor por haber sido decisivas para la opción inversora.

Pero, una vez determinados los distintos ámbitos de responsabilidad civil que se producen en torno a la responsabilidad de las entidades directoras por el contenido del folleto, también se hace necesario un pronunciamiento sobre otras cuestiones concernientes a aquellas acciones civiles.

La primera de estas viene establecida en torno a los sujetos que resultan legitimados activamente para su ejercicio, y ello porque no ya sólo se permite incluir como tales en vía contractual a los emisores u oferentes, así como en vía extracontractual a los suscribientes o compradores de valores de una emisión u OPV, sino también, en este último ámbito, a los sucesivos compradores en mercados secundarios que análogamente se viesan dañados, dado que desde el ar-

⁽⁵⁰⁾ En este sentido *vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., Artículo 31..., *op. cit.*, p. 934; *id.*, *La responsabilidad civil...*, *op. cit.*, p. 136.

⁽⁵¹⁾ Optando igualmente por la misma conclusión *vid.* MIRABILE, C., "Responsabilità aquiliana della banca per divulgazione di false o errate informazioni", *BBTC*, n.º 1, 1990, p. 409; VALENZUELA GARACH, F., *La información de la sociedad anónima...*, *op. cit.*, p. 266; ALONSO UREBA, A., *Inexactitudes u omisiones...*, *op. cit.*, p. 3102; *id.*, Artículos 20 y 21..., *op. cit.*, p. 493; DEL CAÑO PALOP, J.R., *Responsabilidad por el folleto...*, *op. cit.*, p. 489; CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, *op. cit.*, p. 60; VALENZUELA GARACH, J., *Las entidades de crédito comisionistas...*, *op. cit.*, p. 111.

título 36 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, se consideran sujetos legitimados para el ejercicio de la acción “*las personas que hayan adquirido de buena fe los valores a los que se refiere el folleto durante su período de vigencia*”⁽⁵²⁾. Lo anterior se debe a que desde la observancia de la finalidad pretendida con el cumplimiento de aquel deber legal por el que ahora se exige responsabilidad, esto es, el de dotar de una mayor seguridad y confianza en los datos contenidos en el folleto informativo a los inversores, se permite denotar la carencia de distinción de tal forma entre ellos, y así la ausencia de la vinculación a la decisión económica que emplease tal información a la realización de una adquisición originaria o derivativa en el mercado para que fuese tutelada.

La segunda de las declaraciones viene configurada por la necesidad de proceder a determinar quiénes vendrían configurados como sujetos legitimados pasivamente frente a aquellos en aras de evitar ulteriores equívocos sobre la exigencia de responsabilidades fundamentalmente en aquellos casos en donde la función directora sea atribuida a una entidad distinta de la que acomete la actividad colocadora, así como cuando la función directora fuese prestada por una pluralidad de entidades directoras.

De esta forma se observa cómo desde el sistema de obligación generalizada estadounidense se otorga el citado deber legal a la totalidad de las entidades que participasen en la operación, esto es, tanto a los que realizan los actos previos a la colocación como a los que promueven los necesarios o indispensables para generar la colocación de los valores a través de la estructuración de su responsabilidad sobre la base del importe máximo de los valores colocados. Desde el sistema funcional seguido en Gran Bretaña (Sección 152.1 del *Financial Services Act* de 1986) y en Alemania (artículo 45.1 *Börsengesetz* y 13 *Verkaufsprospekt*) se confiere tal exigencia sobre la base de la realización de la función de preparación y diseño de la emisión, donde se genera una correlación entre el nivel de participación real en la elaboración del folleto informativo y el grado de responsabilidad. Ahora bien, *a priori* en nuestro sistema la posición adoptada por el legislador desde la rúbrica del artículo 35 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, titulada como “*responsabilidad de la entidad directora*”, así como desde el apdo. 3 del citado precepto legal, en el que proclama que la entidad directora deberá “*llevar a cabo las comprobaciones que... sean necesarias para contrastar que la información contenida en la nota de valores relativa a la operación o a los valores no es falsa ni se omiten datos relevantes*”, podría interpretarse desde su pertenencia a un tercer sistema de los configurados para la

(52) De esta forma quedan excluidos como sujetos legitimados activamente los adquirentes de mala fe, y ello puesto que, tal y como expone GRIMALDOS GARCÍA, M.I., “Algunos apuntes acerca del desarrollo reglamentario del régimen de la responsabilidad civil derivada del contenido del folleto”, *RDBB*, n.º 102, 2006, p. 279, no deben resultar protegidos, ya que su conocimiento previo de la falsedad, o insuficiencia de la información contenida en el folleto, excluye la existencia de engaño imputable al sujeto que se pretende considerar como responsable.

determinación de los sujetos vinculados a la prestación de aquella función y que, denominado como sistema individual, es el que pasa por efectuar una atribución *ex lege* a la obligación de comprobación, y así pues la consiguiente responsabilidad a una sola entidad. No obstante, ante la observancia de la noción funcional que el artículo 35.1 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, otorga sobre la entidad directora, se perfila que esto no es así. Esto se debe a que, si bien el legislador vincula tal deber a la condición directora y ésta queda definida no desde la detentación de un tipo específico de personas jurídicas adquirentes de un régimen especial, sino mediante la posición que determinados sujetos asumen en una relación comercial concreta, se estará atendiendo al empleo de un sistema funcional donde la atribución de la obligación de preparar la colocación de los valores y organizar todas las operaciones necesarias de la forma más adecuada es la función reportadora del deber de comprobación, y así la asignadora de la consiguiente responsabilidad por su falta o indebido cumplimiento. Así pues, es de este modo por el que, además de poderse superar las deficiencias planteadas por un sistema obligatorio —cuyas comprobaciones por todas las entidades que participasen en la operación podría llegar a paralizar la emisión u OPV, durante un prolongado e innecesario período de tiempo, además de encarecer considerablemente el coste del proceso—, y ello desde el aprovechamiento de los conocimientos detentados ya desde el acometimiento de una función directora por la que se procederá a analizar con congruencia a la empresa en aras a atender a una eficiente materialización de la emisión u OPV, también se puede llegar incluso a conseguir evitar los propios perjuicios del sistema funcional británico y alemán, al posibilitar la determinación *a priori*, con base en la vinculación entidad-actividad derivada de la noción funcional reportada a la directora, de quiénes son los que han comprobado el folleto⁽⁵³⁾.

(53) De esta forma, seguimos a FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., Artículo 31..., *op. cit.*, p. 909, en su consideración de que la opción seguida por nuestro legislador es la correspondiente con el sistema funcional y no con el sistema individual, pero no compartimos la argumentación en la que se fundamenta para ello, dado que si bien éste considera que se trata de una “*cuestión semántica*” el hecho de que para la adjudicación de la obligación de comprobación y autorización se emplee la calificación jurídica de entidad directora al estimar que “*lo realmente importante es la función desempeñada en la gestación de la emisión*”, consideramos tal razonamiento criticable, y ello porque la alusión a la figura de la entidad directora para vincular en ella la atribución del citado deber tiene un fundamento mucho mayor que un simple criterio semántico, dado que es la alusión a ésta la fórmula que permite concluir el carácter funcional del sistema seguido por el legislador, al tratarse de una noción de carácter funcional por la que queda vinculada la delimitación de la condición de la entidad directora a la actividad de preparación de la colocación de los valores y organización de las operaciones necesarias, y además por ser tal fórmula la vía que permite superar las propias deficiencias que presenta el sistema funcional seguido en Gran Bretaña y Alemania, al ser la prestación de la función directora la que permitiría, ante la vinculación entidad directora-actividad que genera, delimitar a la entidad y así evitar la indeterminación frente al público inversor de quiénes deben atender al cumplimiento de aquella prestación, y pueden de tal forma ser responsables ante una ausencia o indebido cumplimiento de ésta.

Así pues se pone de manifiesto cómo nuestro sistema ha establecido expresamente un principio de responsabilidad derivada del folleto informativo en el que de entre los intermediarios intervinientes en el proceso de colocación de una emisión u OPV, únicamente menciona como sujeto legitimado pasivamente a la entidad directora. No obstante lo anterior, la veracidad de la citada afirmación podría quedar puesta en contradicho al poder vincular tal reclamación a la realización de la actividad colocadora o a la función aseguradora procurada por el intermediario financiero.

En efecto, se puede advertir que desde la función colocadora y de la relación contractual de comisión intermediario-cliente inversor cabe inferir una responsabilidad personal de la entidad que la acometiese de carácter contractual en el supuesto de que emitiese una valoración o recomendación en favor de la suscripción o venta de los valores objeto de la oferta pública fundamentada en los datos falsos u omitidos en el folleto, cuando desde la observancia de una adecuada diligencia profesional en el cumplimiento de su prestación se podría haber advertido la deficiencia detentada en el contenido de aquél, y así pues evitado el perjuicio que sufre el inversor. En el mismo sentido también adquiere responsabilidad extracontractual cuando, actuando dolosamente o con culpa —fundamentándose en la información contemplada en un folleto defectuoso y con el ánimo de cumplir su objetivo financiero de plena colocación—, aconsejara expresamente a un inversor con el que no detenta relación contractual alguna la suscripción o adquisición de los valores emitidos u ofertados. E incluso podrá detentar desde su condición de declaración unilateral vinculante una responsabilidad civil de carácter contractual en el caso de que hubiese atendido a avalar el contenido del folleto informativo durante el proceso de comercialización de la emisión u OPV.

Sin embargo, lo anterior no puede llevarnos a la confusión, dado que la adquisición de tales responsabilidades lo son pues por unas cuestiones distintas a porque contrajesen responsabilidad por el contenido del folleto, y ello porque no está establecida en nuestra normativa, ni de una forma directa ni indirecta, la asunción de responsabilidad a la prestación de la función colocadora⁽⁵⁴⁾. Esto se debe a que si desde la función colocadora no se asume la obligación de llevar a cabo las comprobaciones que sean necesarias para contrastar que la información contenida en la nota de los valores relativa a la operación o a los valores no

⁽⁵⁴⁾ Así pues, se observa que no existe en nuestro derecho un precepto análogo al artículo 605.1.f) del Código general del mercado de valores portugués, donde sí que se define dicha responsabilidad para las entidades prestadoras de la función colocadora, ni al artículo 31.2 de la Deliberazione de la CONSOB, de 2 de julio de 1991, que establece tal reclamación para los intermediarios que prestasen la función colocadora al tener que adquirir previamente un específico y adecuado conocimiento de la situación económica y financiera de la emisión u OPV.

es falsa ni se omiten datos relevantes, no podrán detentar la información financiera adecuada que asegure la suficiencia, objetividad y actualidad de la emisión u OPV, contemplada en aquél, y de tal forma, al no poderse predicar antijuridicidad en su conducta, no podrán ser responsables del error producido en los inversores a consecuencia de los datos falseados u omitidos contenidos en él.

Cuestión distinta se plantea desde la función aseguradora, y ello porque en el caso de que la emisión u OPV no se hubiera podido colocar íntegramente durante el período de suscripción o colocación establecido al efecto por el folleto y se tuviese que hacer efectivo el compromiso de aseguramiento sí que se daría origen a una responsabilidad por el contenido del folleto. Ahora bien, esta responsabilidad operaría no ya desde una forma análoga a la vinculada a la función directora que permitiese identificarlas, al tener su origen no en una obligación legal previa, sino en la propia posición contractual asumida frente al inversor perjudicado al haber adquirido éste los valores no por suscripción o compra del emisor u oferente sino por compra desde la función aseguradora, y al no tener tal reclamación un carácter extracontractual sino basado en unos esquemas contractuales, al ser tal entidad de crédito un sujeto de la relación jurídica entablada con el inversor y la deficiencia ocasionante del perjuicio un elemento integrante del contrato.

Pero aun ubicados en los problemas que plantea la legitimación pasiva de tales acciones civiles, también se hace necesario un pronunciamiento sobre dos cuestiones más: una concerniente a la existencia de un solo causante del daño o no en el supuesto de que la prestación de la función directora fuese acometida por varias entidades, y otra vinculada a la posibilidad o no de oponer una excepción de listisconsorcio pasivo necesario contra la demanda que fuese interpuesta frente a la entidad directora que no estuviese acompañada de una demanda dirigida al emisor u oferente.

Así pues, y en relación con la primera de las controversias planteadas, hay que partir de la observancia de que cuando un inversor suscribe o compra valores en una emisión u OPV es difícil individualizar, en el caso de concurrir una pluralidad de entidades que acometiesen la función directora, quién es la responsable. Pero aun en el supuesto de que se estimase que existiesen tantas obligaciones individuales como entidades intervinientes, resultaría muy gravosa para el inversor que resultase perjudicado la carga de probar la parte del daño correspondiente a cada una de aquéllas. De esta forma, ha sido la jurisprudencia de nuestro Tribunal Supremo la que ha venido a considerar como más conveniente que la carga que pesa sobre el perjudicado haya de limitarse únicamente a demostrar el daño ocasionado por la pluralidad, correspondiendo a la autori-

dad judicial realizar el reparto oportuno⁽⁵⁵⁾, y es siguiendo tal dirección, vinculada a la necesidad de proteger a toda costa al inversor establecida desde el principio de protección del inversor, en el que se fundamenta nuestro mercado de valores, y unido a los beneficios que es susceptible de ocasionar al forzar a todos los intervinientes a que cumpliesen diligente y oportunamente con sus obligaciones por lo que se ha de estimar como más adecuado para aquel supuesto optar por una responsabilidad solidaria⁽⁵⁶⁾ por la que el inversor pudiese dirigirse contra cualquiera de las entidades directoras que realizasen la función directora solicitando la reparación del daño íntegro⁽⁵⁷⁾.

En relación con la segunda de las discusiones indicadas, y partiendo de la noción del litisconsorcio pasivo necesario como “*la exigencia de traer al proceso a todos los interesados en la relación jurídico-litigiosa, con el fin de evitar, por un lado, que puedan resultar afectados por la resolución judicial quienes no fueron vencidos en juicio, y de impedir, por otro, la posibilidad de sentencias contradictorias*”⁽⁵⁸⁾, se puede estimar que la formulación de una declaración condenatoria de la entidad que realizase la función directora por las deficiencias mostradas en el contenido del folleto informativo sí que podrá conducir en buena lógica a la del emisor u oferente, dado que éstos son al fin y al cabo los responsables últimos por dicho contenido⁽⁵⁹⁾.

2. Presupuestos de la responsabilidad civil de la entidad directora

Para que exista responsabilidad civil contractual, por la que las entidades emisoras u oferentes podrán reclamar frente a la directora, será necesaria, en

(55) *Vid.* SSTS de 21 de diciembre de 1990, 31 de octubre de 1990, 28 de octubre de 1989 y 14 de mayo de 1987.

(56) Denotando análogamente su preferencia por la solidaridad para tal supuesto como forma organizativa de responsabilidad *vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “La responsabilidad civil de las entidades...” *op. cit.*, p. 198; CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, *op. cit.*, p. 49; *id.*, *Régimen jurídico de las ofertas públicas de venta...*, *op. cit.*, p. 367; VEGA PÉREZ, F., “Intervención bancaria en la emisión y colocación de valores...” *op. cit.*, p. 1216.

(57) Dada la solidaridad que se produce entre los presuntos responsables que faculta a quien sufre el perjuicio a dirigirse contra cualquiera de ellos como obligado por la totalidad de la prestación a reparar el daño sin perjuicio de la posible repetición entre los restantes responsables, la reiterada jurisprudencia del Tribunal Supremo ha venido a considerar (*vid.* SSTS de 10 de marzo de 1989, 29 de abril de 1990, 8 de febrero de 1991 y 21 de abril de 1992) que el litisconsorcio pasivo necesario no resulta forzoso en tales casos.

(58) *Vid.* SSTS de 16 de mayo de 1994 y 30 de enero de 1993.

(59) En análogos términos *vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “La responsabilidad civil de las entidades...” *op. cit.*, p. 199.

primer término, la existencia de un comportamiento de ésta, esto es, de un incumplimiento de su obligación contractual y al que de alguna manera se pueda considerar como causa del daño.

Ahora bien, dado que tal deber de la directora con respecto al folleto informativo se corresponde con el de llevar a cabo las comprobaciones que, razonablemente, según criterios del mercado comúnmente aceptados, sean necesarias para contrastar que la información contenida en la nota de los valores relativa a la operación o a los valores no es falsa ni se omiten datos relevantes requeridos por la legislación aplicable (artículo 34.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre), se precisa un pronunciamiento tanto sobre el contenido que integra la realización de tal prestación como sobre la determinación de su condición como obligación de medios o resultado, dadas las relevantes implicaciones que tal distinción ostenta en materia de responsabilidades.

Así las cosas, y analizando en primer lugar cuál es el contenido que detenta la citada obligación, se pone de manifiesto que está constituido por el cumplimiento a su vez de dos prestaciones en torno a la nota de los valores, una vinculada a una función de análisis de la veracidad de los datos vertidos relativa a la operación o a los valores dirigida a contrastar su calidad y suficiencia, y otra constituida por la declaración de que no se advierte la omisión de datos relevantes requeridos por la legislación aplicable (artículo 35.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre).

En relación con la primera de aquellas, esto es, la función de análisis de la veracidad de los datos, se pone de manifiesto que si bien la redacción original del artículo 31.2 del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, establecía el cumplimiento de este deber sobre las “*informaciones y manifestaciones*”, términos que permitían de tal forma estimar que tal prestación atendía a extenderse tanto sobre los hechos y datos de naturaleza objetiva como sobre unas apreciaciones efectuadas por el emisor u oferente en el folleto que, debiendo estar razonablemente fundadas contuviesen, sin embargo, valoraciones de naturaleza subjetiva⁽⁶⁰⁾ que permitían ubicarnos ante la denominada por la SEC, y la doctrina anglosajona⁽⁶¹⁾ como *soft information*, con la modificación acaecida a la citada disposición normativa a través del Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, la nueva redacción del precepto vino sólo a referirse a las “*informaciones contenidas en el folleto*”. De esta forma, pues, quedaban excluidas de la

⁽⁶⁰⁾ En este sentido *vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Artículo 31. Deberes de la entidad directora...”, *op. cit.*, p. 902; CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, *op. cit.*, p. 46.

⁽⁶¹⁾ *Vid.* BRUDNEY, T., “A note on materiality and soft information”, *Valtimore Law Review*, n.º 75, 1989, p. 723; FIFLIS, T.J., “Soft information and the S.E.C’s forme exogenous zone”, *Ucla Law Review*, n.º 49, 1971, pp. 95 y ss.

comprobación aquellas indicaciones que se desprenderían de valoraciones, opiniones o interpretaciones realizadas por el emisor u oferente y incluidas en el folleto, tales como las manifestaciones sobre las proyecciones que a medio plazo podrían generar dichas entidades. Esta exclusión podría considerarse como ajustada a la labor comprobadora del folleto que se le vincula a la actividad directora, dado que los datos que necesariamente debían formar parte del contenido mínimo y común del folleto, recogidos en el artículo 18 del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo⁽⁶²⁾, no incluían la exigencia de aquellas declaraciones, salvo en lo concerniente a la formulación de las perspectivas futuras sobre la entidad emisora. No obstante lo anterior, y dado que además la entidad directora asumía la obligación desde el artículo 20.3 del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, de declarar en el folleto que no se advertían circunstancias que contradijesen o alterasen la información recogida en el folleto, sin determinar el carácter objetivo o subjetivo de ésta, quedaba obligada a pronunciarse también sobre las valoraciones subjetivas provenientes del emisor u oferente dado que al

⁽⁶²⁾ En efecto, era el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, el que en su artículo 18 se dedicó al contenido mínimo del folleto (atendiendo al estudio del citado contenido con anterioridad a su modificación por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, *vid.* SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, M., “Artículo 15. Contenido ordinario del folleto”, *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta... op. cit.*, pp. 347 a 354; VALENZUELA GARACH, F., *La información en la sociedad anónima y el mercado de valores*, ed. Civitas, Madrid, 1993, pp. 138 y 139; CACHÓN BLANCO, J.E., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de venta... op. cit.*, pp. 331 a 335; NIETO CAROL, U., *El mercado de valores... op. cit.*, pp. 47 a 50, y con posterioridad a ella *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del mercado de valores*, Ed. J.M. Bosch, Barcelona, 2000, p. 191) y en el que se procedía a enumerar los datos y menciones que obligatoriamente deben incluir, siendo por entonces:

— La descripción de los valores que se ofrecen desde la indicación de sus características, régimen fiscal y naturaleza, así como su precio y rentabilidad.

— La descripción del emisor, relativa a la identidad y los datos esenciales sobre su situación y actividad, indicando su domicilio social, fecha de constitución, órganos de administración, datos de la inscripción en el Registro Mercantil, datos relativos al grupo al que pertenezca, actividades principales, patrimonio, situación financiera y resultados, evolución reciente y perspectivas. En el caso de OPVs, si bien el sujeto a quien corresponde elaborar el folleto es el oferente al ser quien se dirige al público inversor formulando la oferta pública correspondiente asumiendo los derechos y obligaciones derivados de ella, el contenido básico de la información no es la relativa a éste, sino la concerniente a la entidad emisora de los valores que se ofertan, dado que es sobre su situación económica y rentabilidad donde se fundamenta la decisión de compra del inversor.

— Reproducción de los informes de auditoría.

— Descripción detallada del procedimiento de colocación, identificando a la entidad que intervenga en la colocación o en su aseguramiento y sus cometidos respectivos, así como el sistema de adjudicación de los valores entre los inversores, plazos de la operación y definición del colectivo de potenciales suscriptores, con indicación de las razones de su elección.

ser éstas las expresiones de las que adquiriría conocimiento por estar incluidas en el folleto, el resultado de su conformidad o no con los datos comprendidos en el citado folleto tenían que formar parte de su declaración, y ello porque si no estaría omitiendo hechos o datos significativos relevantes para el inversor y, por consiguiente, supondría tener que asumir posteriores responsabilidades⁽⁶³⁾.

Actualmente, y por la necesidad de transponer a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, en aras de homogeneizar las exigencias relativas a todo el proceso de aprobación del folleto requerido para las ofertas públicas en el ámbito comunitario, el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, derogando el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, ha venido a establecer en su artículo 35.3 que el cumplimiento del deber de comprobación de la entidad directora sólo vendrá referido a la “*nota de valores relativa a la operación o a los valores*”. De esta forma, pues, y teniendo en cuenta que el contenido del citado documento separado que compone el folleto, junto con el documento de registro y el resumen (artículo 18 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre) estará integrado dependiendo del valor emitido u ofertado en función del modelo establecido en los anexos III, V, XII y XIII del Reglamento CE n.º 809/2004 de la Comisión de 19 de abril de 2004 relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE⁽⁶⁴⁾, se pone de manifiesto cómo la función comprobadora prestada por la entidad directora se ha reducido, limitándose a una parte concreta del contenido del folleto, y de qué manera ha quedado excluida de pronunciamiento, salvo en el caso de la

⁽⁶³⁾ De esta forma, pues, sólo se atendía a observar la exoneración de manifestación por la entidad directora en su deber de comprobación y verificación en los datos objeto de auditoría de cuentas con base en el artículo 20.3.b) del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo. Lo anterior se entendía desde la consideración de que con ello se evitaría duplicar la labor ya realizada por los auditores, consideramos que también debería haber sido objeto no ya de valoración pero sí de comprobación por la entidad de crédito en el acometimiento de su función directora y no ya sólo porque se hace necesaria para la posterior verificación de otros datos (como la formación del precio de la emisión u OPV), sino también porque ésta desempeña un papel crucial a la hora de presionar al emisor u oferente para que cumpla con sus obligaciones de información al inversor de la forma más exhaustiva posible.

⁽⁶⁴⁾ *Vid.* artículo 19.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, artículo 1 de la Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre y, en relación con el Reglamento CE n.º 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, el anexo III relativo a los requisitos mínimos de información para la nota sobre las acciones, el anexo V relativo a los requisitos mínimos de información para la nota sobre valores relacionada con las obligaciones de denominación individual inferior a 50.000 euros, el anexo XII relativo a los requisitos mínimos de información para la nota sobre los valores derivados y, por fin, el anexo XIII relativo a los requisitos mínimos de información para la nota sobre los valores de obligaciones con una denominación por unidad igual o superior a 50.000 euros.

declaración por el emisor sobre el capital circulante⁽⁶⁵⁾, en relación con las indicaciones de las que se pueden desprender posibles valoraciones, opiniones o interpretaciones realizadas por el emisor u oferente al basarse la prestación de su función sobre hechos y datos razonablemente fundados. No obstante, el legislador tiene en cuenta la posible presencia de circunstancias en torno al emisor u oferente, la operación y la entidad directora, a efectos de que la labor comprobadora sea prestada en función del caso concreto para que se pueda desarrollar del modo lo más oportuno posible, al establecer en el último inciso del artículo 35.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, que las comprobaciones podrán variar en función de factores como “*las características de la operación, del emisor y su negocio, de la calidad de la información disponible o facilitada por el emisor o del conocimiento previo que del emisor tenga la entidad emisora*”.

No obstante, lo anterior, si bien plantea la duda sobre si tal limitación de la función verificadora de la entidad directora en relación con la nota sobre los valores ocasionaría una desprotección del inversor —lejos pues del objetivo de preservar la seguridad jurídica necesaria para garantizar la confianza en los mercados establecido por la Exposición de Motivos del Real Decreto 310/2005, de 4 de noviembre—, sí que evidencia que nada se dice en el caso de que el folleto informativo estuviese integrado por un documento único (artículos 18 y 20 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre), y por ello, pues, sobre cuál sería el ámbito en torno al que la entidad directora debería prestar su función verificadora. No obstante, parece más oportuno estimar que tal labor tenga que limitarse a las informaciones que correspondería incluir en la nota de valores⁽⁶⁶⁾.

En relación con la segunda prestación obligacional atribuida a la entidad directora, esto es, la constituida por la declaración de que no se advierte en la nota sobre valores la omisión de datos relevantes requeridos por la legislación aplicable (artículo 35.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre) se establece la fórmula más oportuna para conseguir presionar al emisor u oferente para que cumpla con sus obligaciones de información de la forma lo más exhaustiva posible.

(65) En el Anexo III del Reglamento CE n.º 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, donde se establece el esquema de los requisitos mínimos de información para la nota sobre las acciones, se recoge como elemento integrante de éste la “*declaración por el emisor de que, en su opinión, el capital circulante es suficiente para los actuales requisitos del emisor, o si no lo es, cómo se propone obtener el capital circulante adicional que necesita*”.

(66) Efectuando la citada apreciación y pronunciándose en los citados términos *vid.* GRIMALDOS GARCÍA, M.I., “*Algunos apuntes...*”, *op. cit.*, pp. 277 y 278.

En segundo lugar, y en relación pues con la necesidad de determinar la condición del deber de comprobación de la nota de los valores del folleto informativo como obligación de medios o resultado, hay que indicar que tal pronunciamiento se debe a que si bien las obligaciones de medios son aquellas en las que el contenido de la obligación no es cumplir un resultado sino realizar en aras de proporcionar de una forma mediata la satisfacción del interés del acreedor una actividad de manera diligente (artículo 1104.1 del CC), en las obligaciones de resultado el contenido de la obligación consiste en cumplir un resultado pactado, y de tal forma en proporcionar de forma directa e inmediata la obligación de resultado (artículo 1157 del CC).

Así pues, y siguiendo a la doctrina, los criterios para atender a la distinción han de ubicarse en la configuración del objeto de la obligación, y de este modo, para su determinación, en la observancia de la voluntad de las partes⁽⁶⁷⁾. No obstante, en ausencia de ésta la doctrina ha propuesto fundamentalmente tres criterios de carácter objetivo para su apercibimiento, dos que parecen llamados a completarse entre sí, los criterios del *alea* y del papel de la víctima⁽⁶⁸⁾, y un

(67) Pronunciándose en este sentido *vid.* DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos de derecho civil...*, *op. cit.*, p. 443; LACRUZ, J.L., *Elementos de derecho civil*, t. II, Ed. Bosch, Barcelona, 1982, p. 37; MORENO QUESADA, B., “Problemática de las obligaciones de hacer”, *RDP*, 1976, pp. 474 a 476; LOBATO GÓMEZ, J.M., “Contribución al estudio de la distinción entre las obligaciones de medios y las obligaciones de resultado”, *ADC*, 1992, pp. 653 y 699.

(68) En este sentido se ha aceptado mayoritariamente por nuestra doctrina (*vid.* DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos de derecho civil...*, *op. cit.*, p. 455; MORENO QUESADA, B., *Problemática de las obligaciones...*, *op. cit.*, pp. 475 y 476; PASCUAL ESTEVILL, L., *Hacia un concepto actual de la responsabilidad civil*, t. I, Ed. Bosch, Barcelona, 1989, p. 58) que si la obligación tiende a la realización de un resultado en sí mismo aleatorio sería una obligación de medios, pues no sería razonable garantizar un resultado en este tipo de hipótesis, y que si el resultado debiera ser normalmente alcanzado con el empleo de los medios de que dispone el deudor, la obligación sería normalmente de resultado. Pero, dadas las dificultades que surgen para determinar cuando existe o no *alea*, algunos autores [*vid.* PLANCQUEEL, A., “Obligations de moyens, obligations de résultat”, *Rev. Trim. Dir. Civ.*, n.º 2, 1972, pp. 334 y ss; VINEY, G., “Les obligations. La responsabilité: conditions”, en AA.VV. (Dir. GHESTIN, J.), Dalloz, París, 1982, p. 647; MAZEAUD, J., *Obligations. Théorie generale*, Dalloz, París, 1978, p. 157] consideraron necesario conjugar este criterio con el papel activo o pasivo que el acreedor tiene en el cumplimiento de la obligación, desde el entendimiento de que el papel activo del acreedor o la aceptación de los riesgos por éste son indicios de una obligación de medios, mientras que la constatación de la pasividad del acreedor víctima de su impotencia para eximirse de las condiciones impuestas por el deudor son considerados como signos de una obligación de resultado.

tercero, la determinación de la prestación, que enlaza con el contenido de la obligación con la voluntad de las partes⁽⁶⁹⁾.

Pero al ser la vigencia del deber objeto de estudio una obligación de origen legal, el problema se plantea de forma distinta, dado que deberá atenderse a la especial configuración que la prestación reciba según la Ley y los usos del tráfico para determinar si se trata de una obligación de medios o de resultado. Así pues, acudimos a la delimitación del contenido de la prestación establecida en el artículo 35.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, y de tal forma, al constituirse aquélla en una obligación de actividad que sólo garantiza su prestación diligente (artículo 35.2 Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre) y no su realización, y al establecerse ésta como una prestación que no posibilita interpretarla como el resultado finalmente pretendido, se permite significar la condición de obligación de medios que ostenta el deber de comprobación.

Pero, además, cabe señalar que para que se produzca responsabilidad civil es preciso que la existencia de la relación causal entre el comportamiento reprochable y el daño inferido tenga que ser debidamente probado. Así pues, y dado que la obligación de la directora es de medios, corresponderá a la emisora u oferente la carga de probar la falta de diligencia en el cumplimiento de la prestación de la directora para que pueda considerarse que ésta ha incumplido su obligación y sólo la no consecución del término esperado podrá ser considerada como indicio de su carencia. Esto se debe a que si bien un fin desfavorable puede ser indicador de que la actividad no se ha realizado de una forma suficientemente diligente, no necesariamente siempre ha de ser así, puesto que la no conclusión del resultado también podría deberse a otras circunstancias ajenas a la diligencia prestada por la entidad directora⁽⁷⁰⁾.

También, todavía cabe señalar que junto a aquellas exigencias legales apuntadas, para que se produzca responsabilidad civil contractual es preciso que exista un criterio que permita imputar dicha responsabilidad a la entidad

⁽⁶⁹⁾ También se ha razonado que la mayor o menor precisión de la prestación prometida sirve de cauce en la diferenciación de los dos tipos de obligaciones dado que —tal y como indicó FROSSARD, J., *La distinction des obligations de moyens et des obligations de resultat*, Dalloz, París, 1965, p. 167— cada vez que una persona promete ejecutar una obligación delimitada jurídica y materialmente de forma puntual soporta una obligación de resultado, mientras que si el fin a alcanzar es indeterminado estaremos ante una obligación de medios, y es por ello por lo que, declarándose así que al ser el criterio distintivo la mayor o menor precisión que ostenten las estipulaciones que se contengan en el contrato, se vuelve a poner de nuevo de manifiesto que es la voluntad de las partes lo determinante.

⁽⁷⁰⁾ En este sentido *vid.* CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, *op. cit.*, p. 58.

directora. Este criterio es la culpabilidad de la directora, tanto de forma dolosa, es decir, en el supuesto en el que se infringe de un modo voluntario su deber consciente de que el acto que realiza es extrajurídico, como de un modo culposo, esto es, en el caso de descuido, negligencia o inadvertencia, y donde no existe una voluntad de perjudicar, sino sólo falta de atención u omisión en adoptar las medidas de diligencia que hubieran sido necesarias. Ahora bien, esta culpabilidad será predicable de una falta de diligencia no ya correspondiente con la de un buen padre de familia, sino con la de un profesional conforme a “*los criterios de mercado comúnmente aceptados*” (artículo 35.3 Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre).

Como segunda opción para atender a la reclamación de responsabilidad civil frente a la entidad directora se encuentra la de proceder al ejercicio de la acción extracontractual por las personas que hubiesen adquirido de buena fe los valores a los que se refiere el folleto durante su período de vigencia.

Así las cosas, para que exista responsabilidad civil extracontractual será necesario, en primer término, la existencia de un comportamiento de la entidad directora, esto es, la no realización, o la prestación sin la debida diligencia, del deber de comprobación necesario para contrastar que la información contenida en la nota de los valores relativa a la emisión u OPV, no es falsa ni omite datos relevantes requeridos por la legislación aplicable y al que se puede considerar como causa del daño por haber permitido la inclusión en el folleto de información falsa, o la omisión en él de cualquier dato relevante requerido de conformidad con el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, siempre y cuando la información falsa o la omisión de datos relevantes no se hubiese corregido mediante un suplemento al folleto informativo o se hubiese difundido al mercado antes de que dichas personas hubiesen adquirido los valores (artículos 35.3 y 36 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre).

Además, todavía cabe referir que junto a aquellas exigencias legales apuntadas, para que se produzca responsabilidad civil es preciso que exista un criterio que permita imputar dicha responsabilidad a la entidad directora. Este criterio es la culpabilidad, tanto de forma dolosa, dado que es opinión común que en el artículo 1902 del CC también se comprende el daño causado a otro por dolo en los supuestos en que no se esté ante una responsabilidad penal por delito o falta⁽⁷¹⁾, como por culpa o negligencia.

Además, también hay que indicar que la existencia de la relación causal entre el comportamiento reprochable y el daño inferido tiene que ser debidamente probado. Es decir, el hecho generador del daño debe estar siempre cum-

(71) Vid. por todos DÍEZ-PICAZO, L., GULLÓN, A., *Sistema de derecho civil*, vol. II, Tecnos, Madrid, 1994, p. 609.

plidamente acreditado, para calibrar la presencia de la relación de causalidad y la culpa del causante del daño, correspondiendo a quien reclama la carga de probar la realidad y desarrollo de este hecho.

Ahora bien, en relación con el citado supuesto se hace necesario efectuar un nuevo pronunciamiento. La cuestión es relevante, y ello porque en virtud de las normas generales sobre la prueba (artículo 1214 del CC) corresponde la carga de la prueba en relación con el daño ocasionado y su conexión causal con la deficiencia detentada en el folleto informativo por la negligente o dolosa actuación de la entidad directora a un inversor perjudicado que, ante la privilegiada posición que detenta la prestadora de la función directora, como el emisor u oferente, podría tener dificultades para efectuar tal labor, originándose así pues que la mayor parte de los procedimientos concluyesen con la desestimación de la demanda indemnizatoria, y que quedase de tal forma debilitada su posición y desvirtuada la configuración de tal acción civil como medida dirigida a su protección.

No obstante, si bien lo anterior puede quedar contradicho ante el hecho de que el legislador ha venido a establecer un canon concreto en la prestación del deber de comprobación conforme a “*los criterios de mercado comúnmente aceptados*” (artículo 35.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre), esto no permitiría resolver la cuestión, dada la dificultad que se plantea para probar la carencia del comportamiento diligente desde el ámbito de las prestaciones profesionales en el que nos encontramos.

Lo anterior hace oportuno pues que, en el caso de una reclamación entre la entidad directora de su obligación de comprobación del contenido de la nota de los valores del folleto informativo, se procediese a aplicar la tesis de la inversión de la carga de la prueba por la que bastase al inversor denotar la existencia del perjuicio para que se presumiese la negligencia de la prestadora de la función directora⁽⁷²⁾. Pero, en jurisprudencia reciente, nuestro Tribunal Supremo ha sentado la doctrina de que esta argumentación no puede prosperar en los

(72) Pronunciándose desde un ámbito general en favor de la tesis de la inversión de la carga de la prueba de forma significativa desde la línea doctrinal *vid.* O'CALLAGHAN, X., *Compendio de derecho civil*, Edersa, Madrid, 1994, p. 352, y desde la línea jurisprudencial *vid.* SSTS de 25 de noviembre de 1991, 23 de octubre de 1991, 25 de marzo de 1991, 20 de diciembre de 1990, 14 de diciembre de 1990, 23 de noviembre de 1990, 8 de febrero de 1989, 20 de diciembre de 1989, 14 de octubre de 1989, 17 de junio de 1989, 13 de junio de 1989, 26 de diciembre de 1988, 12 de noviembre de 1988, 8 de julio de 1988, 6 de julio de 1988 y 17 de junio de 1988.

supuestos de responsabilidad civil por infracciones de deberes profesionales⁽⁷³⁾, tal y como acontece en nuestro caso.

Ante esta situación, se estima que hubiese sido de mayor conveniencia haber previsto la distinción frente a los casos de infracción de la *lex artis* por los médicos, arquitectos u otros arrendamientos de servicios de los producidos por las entidades directoras en el mercado de valores desde una expresa disposición pronunciada en favor de la inversión de la carga de la prueba en la exigencia de responsabilidad derivada de las deficiencias contenidas en el folleto informativo⁽⁷⁴⁾, acorde así con el especial régimen de protección del inversor que tal sector del mercado financiero configura y por el que comprobado el primer elemento determinante de responsabilidad, esto es, del mero hecho del daño se presumiese existente el nexo causal —es decir, que lo más probable es que el demandado fuera negligente y que esta falta de diligencia fuera la causa del daño— dando, así pues, origen a que quedase trasladada a la entidad directora la carga de probar la concurrencia de elementos exonerantes de responsabilidad, y fundamentalmente, a que ésta tuviese que alegar que no ha existido relación entre el dato falso u omitido con la decisión inversora, bien porque dicho dato no hubiese sido conocido por el inversor o bien porque no tuviese la suficiente magnitud como para haber constituido la base de la decisión inversora errónea.

No obstante, esta responsabilidad probada cesará cuando la entidad directora probase que en el momento en el que el folleto fue publicado actuó con la debida diligencia para asegurarse de que la información contenida en el folleto era verdadera o que los daños relevantes cuya omisión causaron el daño fueron correctamente omitidos. Ahora bien, dicha exención no será aplicable cuando la entidad directora hubiese tenido conocimiento de la falsedad de la información o de la omisión y no hubiese puesto los medios necesarios para informar dili-

(73) En este sentido *vid.* SSTs de 16 de octubre de 1989 (comentada por DE ÁNGEL YÁGÜEZ, R., *Tratado de responsabilidad civil...*, *op. cit.*, p. 203), 24 de mayo de 1990 (analizada por CABANILLAS SÁNCHEZ, A., “La responsabilidad por infracción de los deberes profesionales o de la *lex artis* y la carga de la prueba”, *ADC*, 1991, pp. 907 y ss.), 6 de noviembre de 1990, 11 de marzo de 1991 y 8 de mayo de 1991.

(74) Estimando la inversión de la carga de la prueba como la forma más especialmente adecuada en materia de responsabilidad por el contenido del folleto informativo desde la doctrina italiana *vid.* FERRARINI, G., *La responsabilità da prospetto...*, *op. cit.*, pp. 123 y 124 GIARDINA, F., “L’attività di intermediazione mobiliare: profili di responsabilità extracontractuale”, en AA.VV. (Dir. BESONE, M. y BUSNELLI, F.), *La vendita porta a porta di valori mobiliari*, Giuffrè, Milán, 1992, p. 165, y desde nuestro sistema *vid.* SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J., *Las ofertas públicas...*, *op. cit.*, p. 1323; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., *La responsabilidad civil de las entidades...*, *op. cit.*, pp. 201 y 202; CACHÓN BLANCO, J.E., *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, *op. cit.*, p. 379.

gentemente a las personas afectadas durante el plazo de vigencia del folleto (artículo 37 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre).

Finalmente, asimismo se requiere de una declaración en relación con la posibilidad de que la entidad directora acordase con el emisor u oferente que éste se obligase a indemnizar a aquella para el caso de que como consecuencia de las falsedades u omisiones derivadas del folleto informativo se produjesen responsabilidades civiles ocasionadas por las posibles acciones entabladas por inversores perjudicados. Esta exigencia de pronunciamiento se debe a que al haberse dispuesto legalmente la obligación especial de comprobación del contenido de la nota de los valores del folleto a las entidades que acometiesen la realización de la función directora, y ser éste el fundamento por el que se les reclama responsabilidad, la inserción de tal acuerdo en la relación jurídica entre la entidad directora y el emisor u oferente dirigido a desviar las posibles responsabilidades legales por la vía convencional significaría eludir la aplicación de la ley ⁽⁷⁵⁾, y de tal forma, al traspasar los límites que señala el ordenamiento para el juego de la autonomía de la voluntad de las partes (artículo 1255 del CC), no produciría efectos jurídicos, y así pues sería considerado como nulo.

3. Valoración del daño: sistema de indemnización

Siendo, desde el punto de vista de su estructura, la responsabilidad civil un derecho de crédito a favor del perjudicado ⁽⁷⁶⁾ genera la obligación para el responsable de cumplir una determinada prestación, esto es, la de reparar el daño causado. Es por ello por lo que se hace necesario un pronunciamiento sobre el cálculo de los daños y perjuicios que deberán resarcirse.

De esta forma, en el caso de que se tratase del ejercicio de una acción de responsabilidad civil contractual ejercitada por el emisor u oferente, corresponderá a los Tribunales la determinación de la cuantía indemnizatoria conforme a las normas generales de los artículos 1101 y 1106 del del CC, y de esta forma pues con arreglo a la cuantificación de dicha indemnización por vía de la constatación y consideración de todos los daños efectivamente sufridos.

Si la reclamación frente a la entidad directora se fundamentase en el ejercicio de la acción de responsabilidad civil extracontractual por los adquirentes de buena fe de los valores a los que se refiere el folleto, son los artículos 28.3 de la LMV y 36 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, los que proceden a

⁽⁷⁵⁾ En análogos términos *vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Artículo 31...”, *op. cit.*, p. 937.

⁽⁷⁶⁾ En este sentido *vid.* Díez-Picazo, L. y Gullón, A., *Sistema de derecho civil...*, *op. cit.*, p. 616.

indicar que el objeto al que se deberá atender para resarcir será el de “*los daños y perjuicios*” que se hubiesen ocasionado como consecuencia de la información falsa u omitida incluida en el folleto pero sin pronunciarse sobre cómo ha de producirse la medida de éstos.

Así las cosas, resulta previamente necesario remarcar la incidencia que sobre el cálculo de los daños y perjuicios tiene el grado de culpabilidad, y ello puesto que si bien sigue siendo muy debatida la utilización del artículo 1107 del CC en la responsabilidad extracontractual⁽⁷⁷⁾, sí que se considera oportuno aplicarlo a nuestro supuesto⁽⁷⁸⁾. Esto se fundamenta en dar lugar a un trato distinto entre la entidad directora que actuó dolosamente, y así con intención deliberada de diseminar un falso folleto, al hacerlo responder de tal forma de todas las consecuencias dañosas y perjudiciales de sus actos, y entre la que obró por impudencia o negligencia pero no con deliberación de causar el perjuicio, al vincular su responsabilidad sólo a los daños y perjuicios que se hubiesen podido prever al tiempo de constituirse la obligación y que fuesen consecuencia necesaria de su falta de cumplimiento. Ahora bien, en torno a la cuantía que puede reclamar el inversor perjudicado, si bien la teoría tradicional vino manteniendo que la indemnización se debía limitar al interés negativo⁽⁷⁹⁾, ha de considerarse más oportuno seguir una doctrina moderna que ha venido acertadamente a considerar, al poner a la otra parte en idéntica situación patrimonial a aquella en la que se habría encontrado si no se hubiese estipulado el negocio, que la cuantía de los daños y perjuicios que se puede reclamar tenga que ser la de las pérdidas íntegras experimentadas, incluyendo así junto al daño emergente la restitución del lucro cesante⁽⁸⁰⁾.

(77) Sobre el citado debate *vid.* DE ÁNGEL YÁGÜEZ, R., *Tratado de responsabilidad civil*, Civitas, Madrid, 1993, pp. 802 a 805.

(78) En este sentido *vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “La responsabilidad civil de las entidades...”, *op. cit.*, p. 213.

(79) *Vid.* ASSMANN, H.D., *Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung...*, *op. cit.*, p. 366 y HOPT, K.J., *Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen*, Beck, Munich, 1991, p. 90.

(80) Compartiendo la citada tesis adelantada desde EE.UU. por MERRITT, A., “A consistent model of loss causation in securities fraud litigation: suiting the remedy to the wrong”, *Texas Law Review*, n.º 66, 1988, p. 469, *vid.* FERRARINI, G., *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori...*, *op. cit.*, p. 127; MIRABILE, C., “Responsabilità aquiliana della banca per divulgazione di false o errate informazioni”, *BBTC*, n.º 1, 1990, p. 418; CACHÓN BLANCO, J.E., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de venta...*, *op. cit.*, p. 382; DEL CAÑO PALOP, J.R., “Responsabilidad por el folleto...”, *op. cit.*, p. 492; SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J., “La responsabilidad derivada del folleto informativo en la jurisprudencia alemana”, *RDBB*, n.º 53, 1994, p. 219.

4. Plazo de prescripción

El plazo de prescripción de las acciones ejercitables frente a la entidad directora dependerá de la clase de responsabilidad asumida. Así pues, en el caso en el que la responsabilidad derivase del incumplimiento del contrato, y ante la falta de señalamiento de un plazo especial para la prescripción de la acción de responsabilidad contractual ejercitada por el emisor u oferente frente a la directora, será de aplicación el plazo de los quince años previsto en el artículo 1964 del CC. En el supuesto de que se tratase de una responsabilidad extracontractual acometida por los adquirentes de buena fe de los valores a los que se refiere el folleto, la acción para exigir la responsabilidad prescribirá a los tres años desde que el reclamante hubiera podido tener conocimiento de la falsedad o de las omisiones en relación al contenido del folleto (artículo 28.3 de la LMV), estableciéndose, de tal forma, un plazo superior para el ejercicio de la acción que la otorgada por un año desde el artículo 1968.2 del CC, como regla general para la reclamación en los supuestos de responsabilidad civil extracontractual, en aras de la especial protección de que trata de dotarse al inversor perjudicado.

IV. RESPONSABILIDAD ADMINISTRATIVA

Al margen de la responsabilidad administrativa que puede asumir la entidad directora por no haber cumplido los preceptos de obligada observancia comprendidos en las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores conforme a lo determinado desde el Título VIII de la LMV, también adquiere la citada responsabilidad en el caso del inadecuado cumplimiento de la obligación prevista en el artículo 35.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, esto es, de no llevar a cabo de forma oportuna su deber de efectuar las comprobaciones que según los criterios del mercado comúnmente aceptados sean necesarios para contrastar que la información contenida en la nota de los valores relativa a la operación o a los valores no es falsa ni se omiten datos relevantes requeridos por la legislación aplicable.

Ahora bien, a pesar de la trascendencia que tiene tal deber, la concreción de su infracción ha de ser valorada como inapropiada y ello puesto que:

- 1.º El indebido cumplimiento del deber de comprobación no puede considerarse sancionable desde la infracción de la *“difusión voluntaria, de forma maliciosa, de informaciones o recomendaciones que puedan inducir a error al público en cuanto a la apreciación que merezcan determinados valores o la ocultación de circunstancias relevantes que puedan afectar a la imparcialidad de dichas informaciones o recomendaciones”*, previsto en el artículo 99.11) LMV. Esto se debe a que la divulgación de declaraciones falsas o inexactas contempladas

en el folleto informativo que por ello se podrían generar no puede equipararse con la emisión de una información de naturaleza voluntaria, sino que es preceptiva al proceder del cumplimiento de una obligación establecida legalmente.

- 2.º Si bien desde los artículos 99.n) y 100.11) de la LMV se procede a sancionar la realización de ofertas públicas de venta o suscripción sin cumplir los requisitos de los artículos 25.3 y 4, 26.1, 30 bis o 32, o la omisión de datos relevantes o la inclusión de inexactitudes, falsedades o datos en induzcan a engaño en el folleto informativo, este supuesto no puede aplicarse a la entidad directora. Esto se debe a que los requisitos legales citados no se refieren a su deber de comprobación, y puesto que aquélla sólo viene a realizar un deber de contrastar la adecuación con la realidad de algo ya previamente elaborado, por lo que no son responsables en sí por incluir en el folleto datos falsos o inexactos, sino por no haber efectuado eficientemente su deber de comprobación y permitir de tal modo que estos no fuesen corregidos.
- 3.º Aunque pudiese considerarse que la inadecuada prestación del deber comprobador de la entidad directora podría ser sancionable desde la tipificación por el artículo 99.ñ) de la LMV del “*suministro de datos inexactos o no veraces, o la aportación de información engañosa o que omita maliciosamente aspectos o datos relevantes*”, no puede considerarse así. Esta posición se basa en que, desde tal precepto, la carencia de la información que resulta punible es aquella en la que su destinatario es la propia CNMV, por lo que si bien sí que sería aplicable para el supuesto de incumplimiento por la entidad de la exigencia contemplada desde el artículo 44.1.c) del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, no lo sería en los casos de infracción de la obligación contemplada desde el artículo 35.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, al apreciarse desde el folleto informativo unas manifestaciones en las que sus receptores son el público inversor⁽⁸¹⁾.
- 4.º Si bien desde el artículo 100 m de la LMV se sanciona el “*incumplimiento de las normas previstas en esta Ley en materia de información a sus clientes por parte de las entidades que ejerzan habitualmente actividades relacionadas con el mercado de valores, en el caso de que esta información resulte obligatoria*”, no resulta aplicable a la labor de comprobación de la entidad directora, y ello puesto que aun cuando tal deber está vinculado con la difusión pública de información y su cumplimiento lo es de carácter preceptivo, resulta impuesto desde el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre.

(81) En análogos términos *vid.* CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, *op. cit.*, p. 63; *id.*, *Régimen jurídico de las ofertas públicas de venta...*, *op. cit.*, p. 371.

Así las cosas, y dado además que la aplicación de la sanción contemplada desde el artículo 101 de la LMV, que tipifica las infracciones del mercado de valores de carácter leve, generaría de tal forma una sanción muy débil frente a la magnitud de la infracción cometida, se puede estimar que la única opción que ha de considerarse oportuna para desde una vía administrativa hacer punible el inadecuado cumplimiento por la entidad directora de la obligación comprobadora ha de configurarse acudiendo a un artículo 100.1 de la LMV⁽⁸²⁾ que, desde la calificación como infracción grave, sanciona “*la realización de publicidad con infracción de las disposiciones del Ministro de Economía y Hacienda a que se refiere el artículo 94 de esta Ley o que en general deba de reputarse ilícita*”, y permite de tal forma la condena de prestación de aquel deber sin contemplar las exigencias requeridas desde el artículo 35.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre.

(82) Optando por la misma solución *vid.* CACHÓN BLANCO, J.E., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de venta...*, *op. cit.*, p. 372.

CRÓNICA

LA COMUNICACIÓN DE TITULARES DE ACCIONES PARA SU PARTICIPACIÓN POR MEDIOS TELEMÁTICOS EN LA JUNTA GENERAL DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS (*)

CARLOS LORING RUBIO

*Universidad CEU San Pablo
Departamento de Derecho Privado*

-
- I. EL ESCASO SEGUIMIENTO EN LA APLICACIÓN DE MEDIOS TELEMÁTICOS, POR PARTE DE LOS ACCIONISTAS, EN LA JUNTA GENERAL.
 - II. EL PROTOCOLO X25.
 - III. EL PROBLEMA DE LA DUPLICIDAD DE TITULARIDAD DE LAS ACCIONES.
 - IV. IMPUGNACIÓN.
 - V. POSIBLES SOLUCIONES.
 - VI. INCONVENIENTES.
 - VII. CONCLUSIONES.
-

- I. EL ESCASO SEGUIMIENTO EN LA APLICACIÓN DE MEDIOS TELEMÁTICOS, POR PARTE DE LOS ACCIONISTAS, EN LA JUNTA GENERAL

La aplicación del voto y representación electrónicos en la celebración de las Juntas Generales de Accionistas de sociedades cotizadas parecía que abría

(*) El presente artículo se circunscribe dentro del Proyecto USPCEU-06/05 “Las normas sobre el gobierno corporativo, un elemento estabilizador de los mercados financieros”, dirigido por el Profesor Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, Catedrático de Derecho Mercantil en la Universidad CEU San Pablo.

un nuevo camino hacia una mejor vertebración y funcionamiento de éstas. La Ley 26/2003, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, que modificaba la Ley de Sociedades Anónimas (en adelante LSA), añadiendo, a este respecto, los nuevos apartados 4 y 5 al artículo 105 y la modificación del apartado segundo del artículo 106, dejaban patente esta posibilidad, siempre que se garantizara debidamente la identidad del accionista en el ejercicio de sus derechos.

La realidad, pasados casi tres años desde la promulgación de la norma, es más bien desalentadora en este sentido. Aunque muchas de las sociedades cotizadas han adoptado medidas al respecto, su aplicación práctica ha sido más que decepcionante, con una participación anecdótica, a través de medios telemáticos, por parte de los accionistas. Por medio del presente artículo nos gustaría hacer constar algunas de las circunstancias que han provocado este casi nulo seguimiento de tan novedosas técnicas, relacionándolas con el tratamiento que se da, en general, a la Junta General de accionistas de las sociedades cotizadas en España.

Algunos autores afirman que el origen de esta escasa incidencia es debido, en gran medida, a una actitud algo obstruccionista de algunos consejos de administración, que subordinan la utilización de los citados medios en la votación de las Juntas a ciertas exigencias que un socio no puede cumplir, o de hacerlo le es excesivamente oneroso, como es la utilización de firma electrónica avanzada⁽¹⁾.

Como ya hemos mencionado en anteriores ocasiones, la única herramienta que es posible utilizar para “que se garantice debidamente la identidad del sujeto que ejerce su derecho de voto”⁽²⁾ es la utilización, no ya de la firma electrónica avanzada, sino de la firma electrónica reconocida⁽³⁾, que es la única que asimila sus efectos a la firma manuscrita. Esto es así, máxime cuando el artículo 106, párrafo segundo, de la LSA establece que la representación deberá conferirse por escrito o por medios de comunicación a distancia que cumplan con los requisitos previstos en el artículo 105, párrafo cuarto de la LSA, respecto a la garantía de la identidad del votante, asimilándose, de esta forma, la representación por escrito a la realizada mediante medios telemáticos. Es, por tanto, de obligatoria aplicación la firma electrónica reconocida en estos proce-

(1) En este sentido, Vid. VEIGA COPO, A.B., “El voto transfronterizo en las sociedades. Hacia la revitalización de las Juntas. A propósito de la Propuesta de Directiva de 5 de enero de 2006”, *Diario La Ley*, n.º 6471, 2006, pp. 1-5.

(2) Artículo 105.4 LSA.

(3) Artículo 3.4 de la Ley 59/2003, de 19 de diciembre, de firma electrónica.

dimientos, al ser, como se ha mencionado, la única que tiene el mismo valor que la firma manuscrita.

Los obstáculos a los que se hace referencia por algunos autores se traducen en que las sociedades no ponen a disposición de sus accionistas los medios adecuados para que éstos cuenten con un método ágil y cómodo para la aplicación de la firma electrónica reconocida. Si las sociedades cotizadas tuviesen verdadero interés en que se fomentara este tipo de medios de votación, delegación o representación, no se habría producido este escaso seguimiento en la utilización de las citadas técnicas.

II. EL PROTOCOLO X25

La votación, delegación y representación por medios telemáticos en la Junta General de Accionistas tiene su base en el sistema, formulario o protocolo X25, para aquellas sociedades cuyas acciones no deban ser “nominativas”⁽⁴⁾, esto es, “al portador”.

Debemos hacer un paréntesis obligado en este punto para hacer una breve crítica a esta nomenclatura, debido a que “el carácter nominativo o al portador sólo es predicable respecto de acciones y otros valores representados en títulos”⁽⁵⁾. Al estar las acciones de las sociedades cotizadas representadas mediante anotaciones en cuenta y, en consecuencia, sometidas al régimen por el cual la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (Sociedad de Sistemas —o Iberclear—)⁽⁶⁾, puede comunicar la identidad de sus titulares a las sociedades emisoras⁽⁷⁾, no es adecuado utilizar tal denominación. El Real Decreto 116/1992, en su artículo 22, al ocuparse del “suministro de datos a las emisoras sobre la identidad de sus accionistas”, hace uso de este tipo de terminología, ya que, en su párrafo primero, habla de las

(4) Artículo 22 del 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.

(5) RECALDE CASTELLS, A., “En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad”, *RDBB*, n.º 50, 1993, pp. 361-403.

(6) Entidad que sustituye al antiguo Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (*vid.* artículo 44 bis LMV).

(7) Disposición adicional primera.6 LSA; artículo 22 del 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.

acciones que deberán ser “nominativas” “en virtud de disposición legal”⁽⁸⁾. Como “nominativas” se entiende que los titulares sean identificados diariamente⁽⁹⁾, mientras que el resto de sociedades cotizadas que no entren dentro de esta categoría, a las que se refiere el párrafo segundo, podrán obtener la identidad de sus accionistas “con ocasión de la celebración de cualquier Junta General”. Por tanto, a nuestro entender, se debería hacer uso de una terminología más acorde con las características de las acciones, denominándolas acciones de **titular identificado**, para aquellas a las que se refiere como “nominativas” el artículo 22.1 del Real Decreto, y llamar acciones de **titular identificable** a aquellas que el artículo 22.2 se refiere como “de otras sociedades”, es decir de todas aquellas que no deban ostentar la calificación de “nominativas”.

Es conveniente, para la clarificación de nuestra exposición, despejar la verdadera naturaleza de las relaciones entre las entidades emisoras de las acciones, a las que se refiere el artículo 22.2 del Real Decreto 116/1992, con las Entidades Participantes del Sistema⁽¹⁰⁾ (antes de depósito, ahora de registro).

Con motivo de la celebración de la Junta General de accionistas, las sociedades emisoras de acciones solicitan a Iberclear que gestione la comunicación de titularidades de sus acciones. Para ello, Iberclear pone en conocimiento de todas las entidades participantes que ha recibido una comunicación por parte de una sociedad cotizada, en la que solicita el detalle de sus accionistas con motivo de la próxima celebración de su Junta. Las entidades participantes mantendrán en sus posiciones referencias de registro del valor de la acción del emisor inscri-

⁽⁸⁾ Supuestos más destacados: entidades de crédito que revistan la forma de sociedad anónima (L. 26/1988), sociedades anónimas de seguros y reaseguros (L. 30/1995), sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (L. 35/2003), sociedades rectoras de Bolsas de Valores (L. 24/1988), sociedades y agencias de valores (L. 24/1988; R.D. 276/1989), sociedades gestoras de fondos de pensiones (L. 8/1987), sociedades anónimas laborales (L. 4/1997), sociedades concesionarias de autopistas (D. 215/1973), sociedades anónimas de enseñanza a distancia (R.D. 2641/1980), sociedades de productos farmacéuticos (R.D. 380/1980), sociedades navieras (R.D. 390/1966), sociedades concesionarias de refinerías de petróleo (D. 418/1968), sociedades concesionarias de suministro y venta de carburante y combustibles líquidos objeto de monopolio de petróleos (O.M. 5-3-1970), sociedades periodísticas y agencias informativas (L. 29/1984), sociedades anónimas de gestión del juego del bingo, sociedades concesionarias de emisoras de radiodifusión (D. 9-7-1954), sociedades anónimas encargadas de la gestión de los servicios públicos de radiodifusión y televisión (R.D. 1615/1980), sociedades concesionarias del servicio público de la televisión (L. 10/1988), sociedades anónimas concesionarias de servicios de transporte aéreo (L. 48/1960), sociedades anónimas de prestación privada de servicios y actividades de vigilancia y seguridad (R.D. 880/1981), y sociedades anónimas deportivas (L. 10/1990).

⁽⁹⁾ Circular 5/1992, de 15 de julio, del SCLV.

⁽¹⁰⁾ Entidades de crédito (artículo 65 LMV); sociedades de valores, agencias de valores (artículos 62 a 64 LMV); artículo 44 bis 5, 9 LMV.

tas en una determinada fecha, debiendo enviar su detalle a Iberclear en un lapso de tiempo fijado, junto con los datos de titularidad de éstas, de acuerdo con los registros del protocolo X25.

El sistema X25 se configura como un protocolo informático utilizado por Iberclear y las entidades participantes del sistema, y tiene como fin el posicionamiento e identificación de los accionistas identificables⁽¹¹⁾ de las sociedades cotizadas en el sistema español. Mediante este procedimiento las entidades emisoras que vayan a celebrar su Junta General de accionistas pueden gestionar la asistencia a la Junta e implantar las medidas adecuadas para que se lleven a cabo las relaciones de comunicación de la sociedad con sus accionistas, tanto para una debida información, como para la solicitud, por parte del Consejo, de representación en la Junta.

III. EL PROBLEMA DE LA DUPLICIDAD DE TITULARIDAD DE LAS ACCIONES

El sistema X25 tiene capacidad para la comunicación de las titularidades con cinco días de antelación a la celebración de la Junta. Pero ¿qué ocurre cuando esta comunicación ha tenido lugar con anterioridad a este plazo? O ¿cuáles son las consecuencias de un cambio de titularidad en el plazo de cinco días con anterioridad a la Junta?

Respecto a la primera cuestión, parece complicado que Iberclear, respecto de sociedades cuyo registro de acciones es amplísimo y cuya titularidad es en gran medida extranjera, pueda dar a través del actual sistema una respuesta ágil de comunicación de titularidades, aunque parece que en la actualidad la capacidad de dicha respuesta es de cinco días de antelación a la Junta General para todas las sociedades cotizadas en el sistema español. Si esa comunicación se ha dado con anterioridad a ese plazo es posible una hipotética duplicidad de titularidad de acciones y, por tanto, una eventual duplicidad de derechos de voto. Pero, debido a la obligación que existe por parte de los adquirentes o de los transmitentes de comunicar a la sociedad emisora una variación en sus participaciones igual o mayor al 5 por 100⁽¹²⁾, nunca se podrá inquietar gravemente a ésta.

De facto, no existe un control exhaustivo, por parte de las entidades emisoras, en lo referente a la participación por parte de accionistas que, incluidos

(11) Artículo 22.2, RD 116/1992.

(12) Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por estas de acciones propias.

dentro del listado proporcionado por Iberclear, se hayan desprendido de sus participaciones con anterioridad al plazo de cinco días fijado por la ley⁽¹³⁾.

En cuanto a la segunda cuestión, la LSA establece en su artículo 104 que no se podrá impedir el ejercicio del derecho de asistencia a la Junta “a los titulares de acciones nominativas y de acciones representadas por medio de anotaciones en cuenta que las tengan inscritas en sus respectivos registros con cinco días de antelación a aquel en que haya de celebrarse la Junta”.

Las acciones dan a sus titulares unos derechos económicos y otros políticos, los derechos económicos se devengan desde el mismo momento que se adquieren las acciones, mientras que los derechos políticos (derecho de asistencia y votación en Junta) se confieren a su titular una vez liquidada la operación bursátil, esta liquidación tiene un período de duración de tres días (D+3)⁽¹⁴⁾. La comunicación de la titularidad de las acciones, por parte de Iberclear, se da respecto de aquellas operaciones ya liquidadas. La Ley, como hemos visto, confiere el derecho de asistencia a la Junta a todos aquellos accionistas que sean titulares de las acciones con cinco días de antelación a la Junta (D-5)⁽¹⁵⁾, debido a que este derecho le será otorgado a los accionistas cuyas operaciones de adquisición se hayan liquidado, debemos precisar que se deberán sumar los tres días del período de liquidación a los cinco días del plazo de antelación contemplado en el artículo 104 LSA, resultando que, como mínimo, se debería haber contratado con ocho días de antelación para tener derecho de asistencia a la Junta (D-8).

El citado artículo 104 de la LSA dispone que los estatutos pueden establecer ciertas condiciones, sin las cuales el socio no puede ejercer su derecho de asistencia, pero establece, como límite a esas condiciones, que, siempre que los demás requisitos estatutarios se cumplan⁽¹⁶⁾, no se podrá “impedir el ejercicio de tal derecho a los titulares (...) de acciones representadas por medio de anotaciones en cuenta que las tengan inscritas en sus (...) registros con cinco días de antelación a aquél en que haya de celebrarse la junta”. Por consiguiente, la debida acreditación de la constancia del accionista en el registro de anotaciones en cuenta, con cinco días de antelación, es lo que confiere con carácter prioritario el citado derecho, mientras que el listado de accionistas remitido por Iberclear concede tal legitimación de forma secundaria. Es más, la utilización de este segundo sistema puede dar lugar a situaciones de duplicidad, al no inmovi-

(13) Artículo 104 LSA.

(14) En la terminología al uso D representa el día en que se realizó la transacción.

(15) En este caso, sin embargo, D identifica el día de celebración de la Junta General de accionistas.

(16) Artículo 105 LSA.

lizarse los saldos que se corresponden con los valores incluidos en el mismo, pues el titular de las acciones podría proceder a su venta y el adquirente solicitar en esa misma fecha, o en otra posterior, el certificado de legitimación contemplado en el artículo 12 de la LMV, que le acredite como accionista, y ejercer de esta manera su derecho de asistencia a la Junta General.

La mera acreditación de la titularidad con cinco días de antelación al de celebración de la Junta es una fuente defectuosa de legitimación para el ejercicio de los derechos políticos que confiere la posición de accionista, pues abre las puertas de la Junta General a aquellas personas que han dejado de ostentar tal posición dentro del citado plazo de cinco días. Siendo éste un plazo adecuado para la correcta gestión del listado de posibles asistentes a la Junta, entendemos que el sentido de la norma es impositivo y en ningún caso busca una prórroga de derechos para aquellos que hayan transmitido sus acciones dentro del plazo de cinco días que establece el artículo 104 de la LSA, aunque esto no sea entendido de esta manera por parte de las entidades emisoras.

IV. IMPUGNACIÓN

Existe, en estos supuestos, la posibilidad de que un accionista trate de impugnar los acuerdos tomados por la Junta, por haber participado en ellos personas que no estaban legitimadas para ello. A este respecto, la Sentencia del Tribunal Supremo 1002/2004, de 20 de octubre, establece tres causas principales para que no se estime este tipo de recursos. La primera, y más importante, se debe a que un porcentaje pequeño de acciones “no puede afectar a los acuerdos de la Junta en cuanto a su validez y eficacia”. La segunda causa se apoya en el principio general de conservación de los acuerdos sociales y la tercera hace referencia a la “agilidad racional en relación al área socio-económico en que se desenvuelve la sociedad mercantil”.

En esta línea, resulta conflictiva la posibilidad de que una asociación de accionistas minoritarios lograra agrupar una participación del 5 por 100 o superior de las acciones de una sociedad cotizada provocando la inclusión de un nuevo asunto en el orden del día solicitando, incluso, la separación o la acción social de responsabilidad contra los administradores⁽¹⁷⁾, sin que, quizás, tengan derecho a ello. Pero, probablemente, la mayor fuente de conflicto a este respecto provenga del préstamo de acciones cuyo régimen no se rige, mediante la obligación marcada por la Ley, de comunicar una participación mayor a la del 5

(17) Artículos 131 y 134 de la LSA.

por 100⁽¹⁸⁾, por lo que, con un escaso coste, se consigue un enorme poder político y de decisión en la Junta General.

V. POSIBLES SOLUCIONES

Una de las soluciones posibles a estos problemas proviene del “Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas” o Código Conthe, de 19 de mayo de 2006, en cuyo Anexo II sobre “Recomendaciones Complementarias al Gobierno, CNMV e Instituciones Financieras” establece como una de las recomendaciones al Gobierno la modificación del Real Decreto 116/1992 para “hacer plenamente efectivo, para todas las sociedades cotizadas, y no sólo para aquellas cuyas acciones deban ser nominativas por disposición legal, el derecho a conocer sus accionistas que les reconoce la disposición adicional primera de la Ley de Sociedades Anónimas”.

Esto no sólo permitiría que las tarjetas de asistencia fueran emitidas por la propia sociedad cotizada, dando “uniformidad” para cada sociedad y facilitando la administración de sus Juntas Generales, sino que además agilizaría los trámites para poner en manos de sus accionistas las herramientas necesarias para una exitosa implantación de los medios telemáticos y de participación a distancia, puesto que se podría gestionar directamente la identidad del accionista, la autenticidad del sentido de su comunicación y su proporción respecto al global del accionariado. Además, dado que la relación de accionistas estaría registrada diariamente, desaparecería, o se daría en menor medida, una duplicidad de derechos de asistencia a la Junta e, incluso, se podrían establecer los derechos políticos que le corresponden a cada accionista en el día mismo de su celebración. Este extremo podría llevar a una modificación del artículo 104 de la LSA estableciendo un período impeditivo de los derechos de participación en la Junta más corto, pudiendo este ser el período de liquidación de las operaciones de compraventa de acciones (actualmente tres días).

De esta manera, además, se daría un mayor rigor a la asistencia y votación en Junta. Porque a través de tarjetas electrónicas o códigos podría identificarse como accionista a todo aquel que efectivamente lo fuera, así como el número de acciones de las que es titular en el momento de celebración de la Junta.

Respecto al préstamo de acciones, sería conveniente dejar sin efecto los derechos políticos que emanan de las acciones para aquellos sujetos que las

(18) Artículo 1 del Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por estas de acciones propias.

poseyeran bajo esta circunstancia. Huelga decir que no se afectaría en modo alguno el disfrute de los derechos económicos a los que diera lugar su estatus.

Si, finalmente, se estableciera la medida observada en el Código Conthe, podría ser la antesala a una posible celebración de Junta Virtual, en la que accionistas ubicados en el exterior del recinto de la celebración, y a cualquier distancia, pudiesen ejercitar sus derechos de participación. Esto sería posible gracias a la tecnología que lleva contenida la firma electrónica, por la que se puede establecer gracias al sello de tiempo (o *time-stamping*) el momento preciso en el que se realizó una comunicación en concreto⁽¹⁹⁾.

El proceso de participación a través de medios telemáticos se vería reforzado mediante la implantación del DNI electrónico⁽²⁰⁾, ya que, mediante éste, se podría hacer uso de la firma electrónica reconocida necesaria para la participación de los accionistas en la Junta a través de la utilización de medios telemáticos, sin que ello supusiera un esfuerzo para la entidad emisora en cuanto a poner a disposición de sus accionistas este tipo de instrumentos. Respecto de aquellos accionistas que fueran extranjeros se debería establecer una compatibilidad con aquellos certificados que fueran expedidos fuera de España⁽²¹⁾.

VI. INCONVENIENTES

Los inconvenientes que se pueden aducir a este planteamiento podrían referirse al coste elevado que supondría la aplicación de estas medidas, a la utilización inadecuada de estos cauces, ya no sólo por parte de asociaciones de accionistas minoritarios, sino por inversores institucionales, instituciones de inversión colectiva, *nominees* o *trustees*, que no buscarían más que la maximización de la rentabilidad de su inversión, sin involucrarse en la toma de decisiones de la sociedad de la que son partícipes. Asimismo surgen dudas respecto de la adecuación de estas medidas al derecho constitucional a la protección de datos de carácter personal⁽²²⁾.

Como ya hemos visto gracias a la implantación del DNI electrónico las sociedades cotizadas no tendrán que desplegar grandes medios para que se

(19) Orden INT/738/2006, de 13 de marzo, por la que se aprueba la declaración de prácticas y políticas de certificación del Ministerio de Interior, 1.4.3.

(20) 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.

(21) Artículo 14 de la Ley 59/2003, de 19 de diciembre, de firma electrónica.

(22) Artículo 18.4 de la Constitución; Ley Orgánica 15/1999 de Protección de Datos de Carácter Personal (LOPD).

lleven a cabo estos métodos. Los intereses “egoístas” de algunos accionistas no deben frenar lo que supone una democratización de las sociedades cotizadas, cuyos propietarios no son el Consejo de Administración de éstas sino sus accionistas, para bien o para mal, estando en desacuerdo con las teorías que califican al accionista como mero inversor (o “proveedor”) de la sociedad (teoría del *nexus of contracts*).

Finalmente, debemos dejar patente que la Ley Orgánica de Protección de Datos de Carácter Personal da amparo al buen uso que se haga de estas referencias, debiendo las sociedades notificar a la Agencia de Protección de Datos la creación de estos ficheros⁽²³⁾, con su consiguiente tutela.

VII. CONCLUSIONES

A través de la identificación de los accionistas de la sociedad, por parte de todas las sociedades cotizadas, se dará un enorme impulso en el control de asistencia y gestión de las Juntas Generales, y como consecuencia se establecerán las bases para una adecuada implantación de los medios telemáticos en éstas.

La aplicación de la firma electrónica reconocida, en la toma de decisiones de la Junta, le dará a ésta, a medio plazo, un mayor dinamismo.

Se deben tener en cuenta, a este respecto, los derechos de los accionistas minoritarios⁽²⁴⁾, porque, de otro modo, no queda más solución para las sociedades cotizadas que la emisión de acciones sin voto⁽²⁵⁾, con los múltiples inconvenientes que esto conlleva. Siendo pues la elección de las sociedades la emisión de acciones que llevan consigo la adjudicación de derechos políticos, dichas sociedades deberán atenerse a las consecuencias que ello supone, poniendo en manos de los accionistas los medios necesarios para el ejercicio de sus derechos.

Mientras la Junta General de accionistas siga siendo un mero trámite en el engranaje del funcionamiento de las sociedades cotizadas no se podrán desarrollar los cauces adecuados para una participación verdaderamente activa de los accionistas en la toma de decisiones corporativas.

(23) Artículo 26 LOPD.

(24) Como desarrolla la Ley 19/2005, de 14 de noviembre, sobre la Sociedad Anónima Europea domiciliada en España, que tiene su origen en el Reglamento (CE) núm. 2157/2001 del Consejo, de 8 de octubre de 2001, por el que se aprueba el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea (SE), añadiendo un capítulo XII, «De la sociedad anónima europea», al texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

(25) Artículos 90 y 91 de la LSA.

REQUISITOS FISCALES Y PROCESO CAMBIARIO

FEDERICO ADÁN DOMÉNECH

Profesor de Derecho Procesal URV

- I. REQUISITOS FISCALES: EXIGENCIA DE TIMBRE.
 - II. LA FALTA DE TIMBRE Y LA INCOACIÓN DE LA ACCIÓN CAMBIARIA.
 - III. LA FALTA DE TIMBRE Y LA TUTELA JUDICIAL EFECTIVA.
 - IV. LA DOBLE VÍA PROCESAL DEL ARTÍCULO 49 DE LA LEY CAMBIARIA Y DEL CHEQUE COMO PRESUPUESTO DE LA NO VULNERACIÓN DEL DERECHO A LA TUTELA JUDICIAL EFECTIVA.
 - V. BIBLIOGRAFÍA.
-

I. REQUISITOS FISCALES: EXIGENCIA DE TIMBRE

Los procesos especiales son calificados por la doctrina procesal como aquellos regulados por el legislador para la solución de cuestiones concretas y predeterminadas por la ley, quedando en consecuencia su uso limitado al objeto que establecen los textos legales. El legislador procesal regula el proceso cambiario en el Capítulo II del Título III del Libro IV, bajo la rúbrica “De los procesos especiales”. De esta forma, el objeto del juicio cambiario debe quedar predeterminado legalmente. La Ley 1/2000 se hace eco de tal obligación regulando a tal efecto en su artículo 819 el objeto de este proceso, al afirmar que “sólo procederá el juicio cambiario si, al incoarlo, se presenta letra de cambio, cheque o pagaré que reúnan los requisitos previstos en la Ley cambiaria y del cheque”. De acuerdo con la literalidad del precepto, el proceso cambiario se

RDBB núm. 105 / Enero-Marzo 2007

configura como el cauce reglado idóneo para la tramitación de una determinada materia, esto es, para la realización del crédito incorporado a uno de los títulos cambiarios referenciados.

Al constituirse el proceso cambiario como una tutela judicial privilegiada su utilización no queda al libre arbitrio del tenedor cambiario, sino que su incoación se encuentra condicionada a la concurrencia en el objeto del juicio, esto es, en la letra de cambio, cheque o pagaré de una serie de requisitos. Éstos admiten una clasificación tripartita: requisitos formales, requisitos de la obligación documentada en el título y requisitos fiscales. En el presente artículo nos limitaremos a analizar únicamente el tercer tipo de requisitos, esto es, los de carácter tributario.

Como ya hemos adelantado, el último de los requisitos que debe concurrir en una letra de cambio a efectos de poder utilizar el proceso cambiario es de naturaleza fiscal⁽¹⁾, concretándose en la necesidad de extender este título valor en el papel timbrado correspondiente a su cuantía. La exigibilidad de este presupuesto encuentra su base legal en una norma tributaria, concretamente en el artículo 37 del Texto Refundido del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos jurídicos Documentados⁽²⁾ (a partir de este momento TR del ITP y AJD), en el que se afirma que “la extensión de la letra en efecto timbrado de cuantía inferior privará a estos documentos de la eficacia ejecutiva que les atribuyen las leyes”⁽³⁾. Previsión esta que se completa con el artículo 36.2 del mismo cuerpo legal, en el que establece que “la letra con vencimiento superior a seis meses, a partir de la fecha de su emisión, debe estar timbrada con el duplo de la base”⁽⁴⁾.

La literalidad de las normas citadas no deja lugar a dudas, el texto fiscal sigue considerando a los documentos cambiarios como títulos ejecutivos, naturaleza que sin embargo estará condicionada a la exigencia de que la letra de cambio se encuentre expedida en el efecto timbrado correspondiente en función

(1) Respecto de la exigencia de este requisito, la SAP de Toledo, Sección 2.ª, de 6 de marzo de 2002, FJ 1.º, sostiene que para la utilización del proceso cambiario “junto con los requisitos formales para la existencia del título cambiario, regulados en el artículo 1 debe reunir la letra otros de tipo fiscal” (JUR 2002\127436).

(2) Texto normativo aprobado por el RDL 1/1993, de 24 de septiembre.

(3) En igual sentido se expresa el artículo 80 del Reglamento del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, aprobado por el RD 828/1995, de 29 de mayo.

(4) Del mismo modo, artículo 79.2 del Reglamento de Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

de la tarifa establecida⁽⁵⁾, so pena de perder su fuerza ejecutiva, sanción que tendría una segunda consecuencia, esta última de carácter procedimental, pues resultaría vetada para el acreedor la facultad de acudir al auxilio judicial, mediante la vía procesal privilegiada del proceso cambiario, el cual a nuestro entender ostenta naturaleza ejecutiva, requiriendo por ende para su incoación de la presencia de un documento que ostente tal carácter. Si no hay título ejecutivo no hay proceso ejecutivo⁽⁶⁾, debiéndose en consecuencia denegar “la ejecución cuando la cambial presentada con la demanda adolezca de vicio de insuficiencia de timbre”⁽⁷⁾.

Con carácter previo a afrontar el análisis de este requisito de carácter tributario, deviene imprescindible advertir al lector de que las directrices contenidas en los artículos 36 y 37 del Texto citado solamente adquieren relevancia práctica para el supuesto de que consideremos el proceso cambiario como un auténtico juicio de naturaleza ejecutiva. De lo contrario, esto es, de considerar al proceso cambiario un proceso de declaración, no sería exigible la concurrencia de un título ejecutivo, por lo que carecería de relevancia práctica el hecho de que la falta de timbre conlleve la pérdida de fuerza ejecutiva respecto de la cambial, dejando a este precepto de carácter tributario huérfano de contenido. A nuestro entender, la regulación que la Ley 1/2000, de Enjuiciamiento Civil, concede al proceso cambiario no introduce modificaciones de tal entidad que le desvirtúen de su naturaleza ejecutiva, y por tanto para su incoación deberá ser necesaria la existencia de un documento que ostente fuerza ejecutiva, calificativo que puede aplicarse a la letra de cambio, siempre que reúna los requisitos formales y fiscales que exigen los diferentes textos normativos para tal fin⁽⁸⁾.

(5) El modelo oficial de la letra de cambio se encuentra regulado en la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 30 de junio de 1999 (RCL 1999, 1889), modelo que sustituye el aprobado por Orden de 11 de abril de 1986 (RCL 1986, 1187).

(6) En este sentido, la SAP de Albacete, Sección 1.ª, de 16 de febrero de 2005, FJ 4.º (JUR 2005\101131), después de manifestar que no está de acuerdo con aquellas resoluciones que afirman que después de la entrada en vigor de la nueva LEC el incumplimiento del requisito fiscal “ya no produce ningún efecto obstativo a la viabilidad del juicio cambiario”, mantiene una postura contraria, considerando que “el juez no podrá dictar auto requiriendo al pago al deudor, si la cambial no reúne los requisitos de timbre adecuado”.

(7) SAP de Vizcaya, Sección 3.ª, de 2004, FJ 3.º (JUR 2004\283826).

(8) Entre otras, se pronuncian a favor de la naturaleza ejecutiva del proceso cambiario, y por tanto, de la validez de las exigencias fiscales, las SSAP de Avila, Sección 1.ª, de 8 de octubre de 2004, FJ 1.º (JUR 2004\48505) y 19 de septiembre de 2004, FJ 1.º (JUR 2004\47616); de León, de 5 de noviembre de 2003, FJ 2.º (JUR 2004\49991); de Sevilla, de 4 de noviembre de 2002, FJ 1.º (JUR 2002\105670); y de Sevilla, de 21 de enero de 2002, FJ 1.º (JUR 2002\159947).

Esta postura no es aceptada de forma pacífica ni por la doctrina ni por la jurisprudencia “menor” de nuestras Audiencias Provinciales, originándose de forma contraria una segunda tesis, consistente en afirmar que las innovaciones introducidas por la ley procesal convierten al proceso cambiario en un juicio de naturaleza declarativa⁽⁹⁾. Según ello, este grupo de autores y determinadas resoluciones judiciales consideran que con la entrada en vigor de la Ley 1/2000 el cumplimiento de las previsiones del artículo 37 del TR del ITP y AJD no puede constituir un requisito exigible a efectos de atribuir fuerza ejecutiva a la letra de cambio, porque este título deja de ser con la nueva legislación documento ejecutivo, debido a su no inclusión en el precepto 517 LEC, donde bajo la denominación “Acción ejecutiva. Títulos ejecutivos” se agrupan los documentos judiciales y extrajudiciales, a los que se les atribuye tal condición⁽¹⁰⁾, no siéndole de aplicación, en consecuencia, una norma que regula los requisitos que deben concurrir en el documento para adquirir fuerza ejecutiva, por dejar estos de tener tal carácter⁽¹¹⁾. Partiendo de tal afirmación, determinados autores pertenecientes a este sector doctrinal critican el hecho que la LEC no haya derogado el artículo 37 del TR del ITP y AJD⁽¹²⁾.

Por nuestra parte, y partiendo del carácter ejecutivo de este proceso, consideramos vigentes los artículos 36 y 37 del TR del ITP y AJD, al no ser ni derogado ni modificado su contenido por la LEC, por lo que resulta de obligado cumplimiento el requisito fiscal regulado en los preceptos indicados, a efectos

(9) Mantienen el carácter declarativo del juicio, despojando de virtualidad práctica a los requisitos fiscales, las SSAP de Córdoba de 30 de abril de 2004, FJ 1.º (EDJ 2004/35441); de Zaragoza, Sección 5.ª, de 13 de febrero de 2004, FJ 5.º (JUR 2004/92703); de Valencia, Sección 11.ª, de 6 de mayo de 2002, FJ 3.º (JUR 2002/231332); y de Asturias, Sección 6.ª, de 2 de diciembre de 2002, FJ 3.º (La Ley JURIS: 1341560/2002).

(10) SAP de Valencia, Sección 9.ª, de 23 de septiembre de 2005, FJ 2.º, (JUR 2005/274879); y de Valencia, Sección 9.ª, de 13 de julio de 2005, FJ 3.º, (JUR 2005/276447).

(11) De la misma forma, la SAP de Zaragoza, Sección 5.ª, de 13 de febrero de 2004, FJ 5.º (JUR 2004/92703), manifiesta que “las restricciones que establece el artículo 37 del Decreto Legislativo 1/1993, regulador del Impuesto de Actos Jurídicos Documentados, no pueden ser interpretadas extensiva sino restrictivamente, por lo que no parece sea de aplicación la falta de fuerza ejecutiva por falta de timbre, una excepción aplicable en un procedimiento que no se funda en la fuerza ejecutiva de los títulos que le sirven de base”.

(12) Tal crítica es formulada por BONET NAVARRO, al afirmar que “(...) el artículo 37 citado, incluido el artículo 80 de su Reglamento, debería (n) haberse incluido expresamente, cosa que no se ha hecho, en las disposiciones derogatorias” (en AA.VV., *Derecho Procesal Civil*, Aranzadi, Pamplona, 2000, p. 704).

de utilizar el proceso cambiario⁽¹³⁾, “porque teniendo en cuenta la remisión que la Disposición Final hace a la Ley de Actos Jurídicos Documentados, no puede racionalmente sostenerse que la ley Cambiaria haya pretendido derogar aquella, sino lo contrario, máxime teniendo en cuenta además que con posterioridad a la ley Cambiaria se ha publicado el Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, por el que se aprueba el nuevo Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones y Actos Jurídicos Documentados, que reproduce literalmente los artículos 35, 36 y 37 anteriores, esto es, la carencia de fuerza ejecutiva de letras con timbre insuficiente”⁽¹⁴⁾, so pena de la pérdida de la eficacia ejecutiva de la letra⁽¹⁵⁾, como ocurría con la anterior legislación⁽¹⁶⁾.

Sin embargo, esta —la necesaria concurrencia del efecto timbrado— tampoco constituye una tesis aceptada de forma pacífica por la Jurisprudencia de nuestros tribunales. Así determinadas resoluciones sostienen la efectiva aplicación de este requisito fiscal; entre estas se encuentran las que, partiendo de la identidad entre juicio ejecutivo y proceso cambiario, consideran que “tras la entrada en vigor de la LEC de 2000, no se ha producido ningún cambio sustan-

(13) Otros autores, si bien no sostienen el carácter ejecutivo del proceso cambiario, sí en cambio siguen defendiendo, por su especialidad, la exigencia de cumplimiento del efecto timbrado para la incoación de un juicio cambiario. Así, MONTERO AROCA afirma que “después de la LEC y de la desaparición del juicio ejecutivo, la letra de cambio no tiene eficacia ejecutiva, pero sí la tiene como presupuesto para un proceso especial, y lo que debe resolverse es si el supuesto de hecho del artículo 37 del RD-legislativo 1/1993, debe aplicarse analógicamente, de modo que no se trate ya de privar de eficacia ejecutiva, sino de eficacia para el juicio cambiario. Aun partiendo de la base de una interpretación restringida, nuestra respuesta es afirmativa” (*Derecho Jurisdiccional*, t. II, 11.ª ed., Tirant lo Blanch, Valencia, 2002, p. 789).

(14) SAP de Burgos, Sección 2.ª, de 10 de mayo de 2002, FJ 3.º (JUR 2002\187847).

(15) Acepta este posicionamiento la SAP de Málaga, Sección 5.ª, de 27 de octubre de 2004, FJ 2.º (JUR 2005\23141). En el mismo sentido, la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia n.º 1 de Albacete, de 10 de mayo de 2004 (AC 2004\991), y las SSAP de Madrid, Sección 12.ª, de 21 de enero de 2002, FJ 3.ª (JUR 2002\111001); de Castellón, Sección 3.ª, de 20 de enero de 2002, FJ 1.º (JUR 2002\97266), y de Castellón, Sección 2.ª, de 14 de enero de 2002, FJ 2.ª (JUR 2002\96168).

(16) En términos similares se expresa LADRÓN, T., “Procedimientos rápidos para tutelar el crédito: monitorio y cambiario”, en *Carta mercantil*, n.º 18, noviembre, 2000, p. 6.

Respecto de la legislación anterior, son numerosas las sentencias de nuestras Audiencias Provinciales en las que se establece como condición *sine qua non* para atribuir fuerza ejecutiva a los títulos cambiarios el hecho de que sean extendidas en impresos de timbre correspondiente a su cuantía. Valgan como ejemplo entre otras las SSAP de Segovia de 16 de marzo de 1999 (La Ley 1999, 9986); de Madrid, Sección 14.ª, de 15 de septiembre de 1997 (La Ley 1997, 10229); de Asturias, Sección 4.ª, de 30 de octubre de 1999 (AC 1995/1850); de Alicante, Sección 4.ª, de 31 de mayo de 1995 (AC 1995/946); de Santa Cruz de Tenerife, Sección 1.ª, de 20 de abril de 1995 (AC 1995/662), y de Burgos, Sección 2.ª, de 4 de noviembre de 1994 (La Ley 1995/17829).

cial que impida aplicar el artículo 37 del TR de la LITPAJD al juicio cambiario”, y por tanto siendo necesario es a efectos de conceder fuerza ejecutiva el cumplimiento del requisito fiscal⁽¹⁷⁾.

En contrapartida, otras Audiencias sostienen que, al no incluirse la letra de cambio en el listado de documentos consignados en el artículo 517 de la LEC, esta ya “no es título ejecutivo, estando desprovisto de tal carácter cumpla o no el requisito de suficiencia de timbre”⁽¹⁸⁾, “no pudiendo aplicar el efecto previsto por el artículo 37 del Decreto Legislativo 1/1993 a un supuesto de hecho no contemplado por la norma, pues ello implicaría una interpretación extensiva o aplicación analógica de un efecto restrictivo no acorde con los principios generales del derecho y con la doctrina legal y científica, que ha generalizado el axioma de que la interpretación extensiva no es aplicable a las normas de derecho singular o excepcional (...) habiendo quedado, pues, privado el invocado artículo 37-1 del presupuesto de hecho que prevé”⁽¹⁹⁾.

II. LA FALTA DE TIMBRE Y LA INCOACIÓN DE LA ACCIÓN CAMBIARIA

Con la nueva redacción que concede la disposición final décima de la LEC al artículo 49 de la LCCH se sigue manteniendo la dualidad de procesos a efectos de ejercitar la acción cambiaria, bien a través de la vía ordinaria bien mediante el proceso especial cambiario, según dicción literal del precepto. El defecto de la falta de timbre únicamente afectará al tenedor del título cambiario cuando tenga intención de incoar la acción cambiaria en el proceso cambiario, en el sentido de privarle de la posibilidad de utilizar esta vía procesal. Privación que se encuentra íntimamente ligada, como ya hemos manifestado, a la naturaleza de este proceso, pues es en el único en el que se exigirá que la letra ostente naturaleza ejecutiva, siendo el requisito fiscal solamente necesario para adquirir tal condición.

(17) SSAP de La Coruña, Sección 5.ª, de 3 de mayo de 2005, FJ 2.º (JUR 2006\13673); de Albacete, Sección 1.ª, de 16 de febrero de 2005, FJ 4.º (JUR 2005\101131) de Badajoz, Sección 3.ª, de 5 de mayo de 2004, FJ 2.º (JUR 2004\174606); de Valladolid, Sección 1.ª, de 10 de marzo de 2004, FJ 1.º (JUR 2004\112271); y de Cádiz, Sección 2.ª, de 14 de febrero de 2004, FJ 2.º (JUR 2004\104425).

(18) SSAP de Valencia, Sección 9.ª, de 5 de julio de 2005, FJ 3.º (JUR 2005\276659); de Valencia, Sección 9.ª, de 5 de mayo de 2005, FJ 3.º (JUR 2005\196042), y de Zaragoza, Sección 5.ª, de 13 de febrero de 2004, FJ 5.º (JUR 2004\92703).

(19) SAP de Valencia, Sección 11.ª, de 6 de mayo de 2002, FJ 3.º (JUR 2002\231332).

El proceso cambiario se configura como un juicio privilegiado frente a la lentitud de los procesos ordinarios, a efectos de fortalecer la posición jurídica del acreedor. Partiendo de esta premisa, al ser este juicio una vía privilegiada es coherente que su utilización se encuentre condicionada a la concurrencia de una serie de presupuestos cuya concurrencia no sería exigible para el ejercicio de la acción cambiaria por vía ordinaria. De esta forma, estos presupuestos, entre los que se debe incluir la exigencia del requisito fiscal del timbre, adquieren una doble condición: por un lado se erigen como requisitos de admisibilidad del proceso cambiario, y por otro lado actúan como presupuestos necesarios a efectos de atribuir fuerza ejecutiva a los títulos cambiarios.

El incumplimiento del efecto timbrado solamente privará al documento cambiario del calificativo de ejecutivo, sin embargo “en ningún caso afecta a la existencia o validez de la letra de cambio y de las obligaciones que incorpora”⁽²⁰⁾, por lo que nunca influirá en la atribución de naturaleza cambiaria a la letra de cambio, y por ende al deudor le quedará en todo caso expedita la posibilidad de ejercitar la acción cambiaria a través del proceso ordinario que proceda en función de la cuantía, como queda patente en la SAP de Burgos, Sección 3.ª, de 12 de febrero de 2004, en la que se afirma que “la acción ejercitada es la acción cambiaria en vía ordinaria (artículo 49 y 58 de la LCCH), al carecer las letras de cambio acompañadas junto con la demanda de fuerza ejecutiva por falta de timbre necesario, circunstancia que no le priva de valor y fuerza vinculante a la letra de cambio firmada, aceptada y avalada, que reúne todos los demás requisitos jurídicos de la letra de cambio, y que constituye un negocio jurídico abstracto y vinculante por aplicación del conocido principio *pacta sunt servanda* entre los firmantes de las cambiales”⁽²¹⁾.

Partiendo de estas consideraciones, no compartimos la opinión de determinados autores que calificaban el timbre como un requisito esencial más de la letra de cambio⁽²²⁾, conjuntamente con los que se regulan en la Ley cambiaria, pues tal calificativo debe reservarse a aquellos presupuestos consustanciales a la cambiaria para atribuirle naturaleza cambiaria regulados en la LCCH, y que en definitiva son los que permitirán al tenedor del título el ejercicio de la acción cambiaria, y entre estos requisitos no se encuentra el timbre, el cual sólo desempeña un papel decisivo a la hora de atribuir fuerza ejecutiva a un título, sin que

(20) SAP de La Coruña, Sección 5.ª, de 3 de mayo de 2006, FJ 1.º (JUR 2006\13673).

(21) SAP de Burgos, Sección 3.ª, de 12 de febrero de 2004, FJ 3.º (JUR 2004\82651).

(22) Al respecto vid. HERRERO RUBINAT, L., *El juicio ejecutivo cambiario*, Colex, Madrid, 1999, p. 82.

su defecto prive de naturaleza cambiaria al documento⁽²³⁾, ya que éste es un requisito extracambiario, y su exigencia responde, como afirma el Tribunal Constitucional, “a estimular el cumplimiento espontáneo del impuesto”⁽²⁴⁾.

Por todo ello, podemos afirmar que de acuerdo con la especialidad del proceso cambiario, la supeditación que efectúa el artículo 37 del TR del ITP y AJD de la fuerza ejecutiva de la letra de cambio al hecho de que ésta se encuentre expedida en documento en el que conste el timbre correspondiente, constituye una especialidad más del proceso cambiario *versus* la vía ordinaria, por lo que “el requisito del timbre debe de ser por tanto, también observado para que pueda acudir al procedimiento privilegiado que establece la LEC”⁽²⁵⁾.

III. LA FALTA DE TIMBRE Y LA TUTELA JUDICIAL EFECTIVA

Del contenido y argumentación del presente artículo queda patente que la incoación del juicio cambiario se encuentra condicionada al cumplimiento de una obligación de carácter fiscal, regulada en una norma de naturaleza tributaria, incidiendo ésta de forma directa en el ámbito procesal del derecho. De esta

(23) Esta postura queda patente, tanto en palabras de JIMÉNEZ SÁNCHEZ, al manifestar que “conforme al sistema establecido en el Convenio de Ginebra sobre el timbre de las letras, los Estados partes no pueden hacer depender la validez de las obligaciones cambiarias del cumplimiento de obligaciones fiscales, al que únicamente pueden subordinar la eficacia ejecutiva del título” (JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G., *Lecciones de Derecho Mercantil*, 4.ª ed., Tecnos, Madrid, 1998, p. 46), como de SÁNCHEZ CALERO, al afirmar que “la Ley cambial no exige que la letra se redacte en un modelo oficial de carácter fiscal. El documento que reúna los requisitos exigidos por la Ley cambial tendrá el carácter de letra de cambio” (SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho mercantil*, t. II, 17.ª ed., Edit. Revista de Derecho Privado, Madrid, 1994, p. 53).

Esta realidad no cambia con la entrada en vigor de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 30 de junio de 1999, por la que se aprueba el nuevo modelo de letra de cambio. Así, GARCÍA VILLAVARDE, al comentar esta orden, manifiesta que “(...) aunque la emisión de la letra en el modelo oficial tiene gran importancia, una letra de cambio, para serlo, sólo requiere que se libere en un documento que sea susceptible de recoger los requisitos esenciales del artículo 1 de la Ley 19/1985, de 16 de junio, Ley que, por otra parte, también regula con carácter general los efectos derivados de dicha emisión” (GARCÍA VILLAVARDE, R., “Un nuevo modelo de letra de cambio”, en *Actualidad Aranzadi*, año IX, n.º 405, septiembre de 1999, p. 2).

(24) STC 133/2004, de 22 de julio, en *BJC (Boletín de Jurisprudencia Constitucional)*, 280/281, agosto-septiembre de 2004, p. 14.

(25) SAP de Barcelona, Sección 11.ª, de 20 de octubre de 2004, FJ 2.º (JUR 2004\302878). Afirmaciones que realiza partiendo de que “la doctrina procesalista mantiene que también en la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil el incumplimiento del requisito de timbre lleva aparejada la sanción que supone impedir el ejercicio del derecho incorporado al título cambiario, a través de un cauce procesal privilegiado”.

forma, el posible auxilio judicial del acreedor, tendente a reclamar el crédito contenido en una letra de cambio, se encontrará supeditado y, en cierta medida, restringido a una norma fiscal, planteándose el interrogante de si tal realidad puede o no calificarse de limitación del derecho fundamental a la tutela judicial efectiva, reconocido en el artículo 24 de nuestra Carta Magna.

Tal cuestión ha sido solucionada por el propio Tribunal Constitucional en su Sentencia de 22 de julio de 2004, que resuelve sobre diversas cuestiones de inconstitucionalidad planteadas respecto de los artículos 36 y 37 del Texto Refundido del Impuesto de Transmisiones Jurídicas y Actos Jurídicos Documentados, en los que de forma expresa se niega eficacia ejecutiva a todas aquellas cambiales expedidas en timbre inferior al que legalmente corresponda. La cuestión de inconstitucionalidad es planteada por la Sección Quinta de la Audiencia Provincial de Málaga por sendos Autos de 10 de noviembre de 1995 y de 13 de noviembre de 1995 (cuestión de inconstitucionalidad 3911/1995 y cuestión de inconstitucionalidad 3952/1995, respectivamente), y Sentencia de 19 de enero de 1999 (cuestión de inconstitucionalidad 472/2000, inadmitida por defectos formales en su proposición). Cuestiones todas ellas con un denominador común, plantear la concordancia o no con los derechos constitucionales del hecho de que una norma fiscal supedita el ejercicio del derecho a la tutela judicial efectiva (artículo 24 CE) al cumplimiento de obligaciones fiscales.

Entrando en el estudio del contenido de la resolución mencionada y de su objeto de discusión, el Abogado del Estado solicita sentencia desestimatoria de la cuestión por considerar que no se da contradicción alguna con el artículo 24.1 CE, alegando que “la privación de eficacia ejecutiva es el único medio apropiado de que dispone la administración tributaria para lograr un alto grado de cumplimiento espontáneo de la obligación de pagar el impuesto de actos jurídicos documentados, que grava las letras de cambio (...), sino que además es conforme al principio de proporcionalidad, puesto que la falta de timbre no supone privación de la tutela judicial para el crédito cambiario, sino solo denegación de un tipo particular de protección jurisdiccional”⁽²⁶⁾.

En contraposición, el Fiscal General del Estado interesó la declaración de inconstitucionalidad del artículo 37, manifestando que “es la norma sustantiva la única que puede configurar de una manera completa el derecho deducido ante el órgano judicial, y cualquier añadido que no nazca de la propia naturaleza y sustantividad del derecho no haría sino aumentar, sin fundamento razonable, las exigencias para su ejercicio y dificultar su protección efectiva (...) ni el derecho sustantivo ni el procesal exigen a la letra de cambio, requisito fiscal alguno (...)

⁽²⁶⁾ STC 133/2004, de 22 de julio, en *BJC (Boletín de Jurisprudencia Constitucional)*, 280/281, agosto-septiembre de 2004, p. 8.

la pérdida de ejecutoriedad de la letra de cambio por falta de un requisito fiscal, a que se refiere el ya cuestionado artículo 37 del texto refundido, supondría la creación de un obstáculo procesal para el ejercicio del derecho, y consiguiente acceso a los Tribunales, (...) vulnerando el derecho a la tutela judicial efectiva” (27).

El Tribunal Constitucional, con carácter previo a su pronunciamiento, delimita el objeto de la cuestión al extremo consistente en “dilucidar la conformidad o disconformidad con la Constitución de aquellos preceptos legales en virtud de los que se produce la referida privación de fuerza ejecutiva por defecto de timbre (...) por el menoscabo que aquellos podrían suponer del derecho fundamental a la tutela judicial efectiva”. Asimismo, afirma el Tribunal Constitucional el paralelismo de esta cuestión de inconstitucionalidad con la resuelta por su Sentencia 141/1988, por lo que resulta necesario realizar una actividad retrospectiva, con la finalidad de analizar el contenido de esta resolución judicial.

En la Sentencia 141/1988 el Tribunal Constitucional resuelve sendas cuestiones de inconstitucionalidad, planteadas por el Juzgado de Primera Instancia n.º 1 de Valladolid, referentes al artículo 57.1 del TR de ITP y AJD, en el que se afirmaba que ningún documento que contenga actos o contratos sujetos a este impuesto se admitirá y surtirá efectos en Tribunal, Oficina o Registro público sin que se justifique el pago, exención o no sujeción de aquel, salvo lo previsto en la legislación hipotecaria.

Al interpretar el Tribunal Constitucional el artículo 57 del TR de ITP y AJD sostiene que “(...) la limitación que dicho precepto introduce respecto a la aportación de documentos al proceso consiste, pues, en subordinar la admisibilidad y la eficacia de los mismos a la declaración o pago del impuesto correspondiente (...)”, y continúa su razonamiento afirmando que “(...) las características específicas que concurren en el caso que nos ocupa llevan a concluir que la limitación que el artículo 57.1 del Texto refundido impone a la eficacia de los documentos ante los tribunales es contraria al artículo 24.1 de la Constitución. Pues las limitaciones derivadas del precepto cuestionado no guardan relación alguna con el objeto y la finalidad del proceso —se trata de un tributo cuyo hecho imponible es ajeno a la función jurisdiccional—, e introducen una quiebra evidente entre el mundo sustantivo y el mundo procesal, pues, mientras que no se niega la validez al documento en el mundo de las relaciones sustantivas ajenas al proceso, se impide en la práctica el ejercicio de la correspondiente acción. Ello incide en el derecho a la protección judicial efectiva de los dere-

(27) STC 133/2004, de 22 de julio, en *BJC (Boletín de Jurisprudencia Constitucional)*, 280/281, agosto-septiembre de 2004, pp. 8 y 9.

chos e intereses legítimos (...)”, declarándose finalmente inconstitucional el precepto, del que se suprimió el término “juzgado”⁽²⁸⁾.

Partiendo de los razonamientos del Tribunal Constitucional surgió el interrogante de si tal restricción del derecho a la tutela judicial efectiva podía extenderse al artículo 37 TR del ITP y AJD, que negaba fuerza ejecutiva a todas aquellas letras de cambio que no estuviesen correctamente timbradas, extremo que se erige como objeto de las cuestiones de inconstitucionalidad sobre las que se pronuncia de nuevo el propio TC en Sentencia 133/2004. Cuestiones que ya en su día (año 2001)⁽²⁹⁾ fueron objeto de nuestro estudio, y respecto de las cuales considerábamos que no eran extensibles al artículo 37 del texto mencionado, como posteriormente ha manifestado el Tribunal Constitucional, en términos similares a los que defendíamos, reforzando y dando validez, de esta forma, a nuestra tesis. Por ello, a continuación, expondremos los argumentos que defendíamos en su día, conjuntamente con la argumentación que realiza la STC 133/2004.

La no declaración de inconstitucionalidad del artículo 37 TR del ITP y AJD la defendíamos con base en los siguientes extremos:

En primer lugar, establece el TC que para declarar una determinada limitación al acceso judicial como inconstitucional es preciso que ésta no guarde relación alguna con el objeto y finalidad del proceso, circunstancia que no acontece respecto del artículo 37.1 del texto refundido, como pone de manifiesto el propio TC, el cual al contestar las alegaciones del letrado del Estado considera que el hecho de que la obligación cambiaria deba concretarse en un documento tipo sujeto a reintegro “(...) responde a supuestos en que la forma del título condiciona de antemano su eficacia ejecutiva, por lo que la limitación (que pueda acontecer en el sentido de privar al interesado de acudir al proceso jurisdiccional previsto para la ejecución de la cambial) está en función de la propia realidad o finalidad del proceso, o en conexión con las relaciones jurídicas sustantivas que constituyen el objeto del mismo o con la seguridad del tráfico (...)”; según ello, tal limitación no debe considerarse vulneración del derecho regulado en el artículo 24 CE⁽³⁰⁾.

(28) STC de 12 de julio de 1988 (RTC 1988/141).

(29) ADAN DOMÉNECH, F., *El nuevo proceso cambiario*, Ed. J.M. Bosch, Barcelona, 2002, pp. 283 y ss.

(30) STC 133/2004, de 22 de julio, en *BJC (Boletín de Jurisprudencia Constitucional)*, 280/281, agosto-septiembre de 2004, pp. 13 y ss.

En segundo lugar, porque la sanción que conlleva aparejada la falta de timbre es únicamente la pérdida de eficacia ejecutiva de la cambial, y por ende de la posibilidad de utilizar el proceso cambiario, pero no afecta a la naturaleza cambiaria de los títulos⁽³¹⁾, que siguen siendo válidos siempre que cumplan los requisitos exigidos por la LCCH, produciendo los efectos jurídicos correspondientes en las relaciones comerciales.

En tercer lugar, al atribuirse naturaleza cambiaria, independientemente del cumplimiento del requisito fiscal, y por tanto siendo válidos los documentos cambiarios en el tráfico mercantil, el tenedor seguirá ostentando la posibilidad de reclamar el crédito incorporado a uno de estos documentos, mediante la correspondiente acción cambiaria a través de la vía ordinaria⁽³²⁾, tal y como le reconoce la propia redacción del artículo 49 de la Ley Cambiaria, concedida por la disposición final décima de la nueva LEC. Según ello, tampoco concurre el siguiente presupuesto, exigido por la doctrina del TC, a efectos de declarar inconstitucional una limitación, pues según éste es necesario que “(...) se produzca una quiebra evidente entre el mundo sustantivo y el procesal, es decir, mientras que no se niega validez al documento en el mundo de las relaciones sustantivas ajenas al proceso, se impide en la práctica el ejercicio de la correspondiente acción (...)”⁽³³⁾. En materia cambiaria no concurre este presupuesto de inconstitucionalidad, porque la falta de timbre ni conlleva la pérdida de validez del documento en las relaciones sustantivas ni impide en la práctica el ejercicio de la acción dimanante de estos títulos de carácter sustantivo, quedando expedita la facultad del acreedor de incoar la acción cambiaria por vía ordinaria. Tesis ésta que ha sido reforzada por el propio TC en Sentencia 133/2004, y en la que fundamenta su argumentación para resolver la cuestión de inconstitucionalidad del artículo 37, como podemos comprobar al transcribir el siguiente razonamiento: a pesar de la falta del timbre, “dicho título sigue siendo válido si cumple los requisitos sustantivos establecidos por la normativa cambiaria

(31) Al respecto vid. la SAP de La Coruña, Sección 5.ª, de 3 de mayo de 2005, FJ 1.º (JUR 2006\13673).

(32) Mantienen esta línea de argumentación, entre otras, las SSAP de Burgos, Sección 3.ª, de 12 de febrero de 2004, FJ 3.º (JUR 2004\82651); de Madrid, Sección 10.ª, de 29 de junio de 1998, (RGD, 1999, p. 1192); de Castellón, Sección 2.ª, de 20 de mayo de 1998 (AC 1998/958); de Badajoz, Sección 2.ª, de 18 de marzo de 1998, (RGD, 1999, p. 5107); de Pontevedra, Sección 1.ª, de 5 de febrero de 1998 (RGD, 1998, p. 8649); y de Cantabria, Sección 1.ª, de 19 de enero de 1998 (AC 1998/10).

(33) STC de 12 de julio de 1988 (RTC 1988/141).

(...), pudiéndose, en tal caso, ejercer la acción cambiaria en el proceso declarativo que corresponda (...). La privación de fuerza ejecutiva no impide, pues, que la letra de cambio pueda hacerse valer en el procedimiento declarativo ordinario, como con toda claridad se deriva de los términos del artículo 49 de la Ley cambiaria y del cheque”⁽³⁴⁾. En los mismos términos, y siguiendo las directrices del TC, se pronuncia la SAP de Almería, Sección 1.ª, de 20 de mayo de 2003, en la que se afirma que “si bien la falta de timbre no produce el efecto de privar a la letra de su eficacia ante el ejercicio de una acción cambiaria en juicio declarativo, sí que se mantiene el efecto de privarla de su eficacia ejecutiva (en el momento presente por los trámites del juicio cambiario)”⁽³⁵⁾.

En cuarto lugar, y como consecuencia de lo anterior, la falta de timbre sólo conlleva la privación de utilizar una vía privilegiada, como es el proceso cambiario, pero no afecta en modo alguno a la posibilidad que ostenta el tenedor del título de ejercitar la acción cambiaria por la vía ordinaria⁽³⁶⁾, posición también apoyada por el TC, al afirmar que “tal afectación, de producirse, tendría lugar, no ante cualesquiera tribunales ni en cualesquiera procesos, sino sólo en aquel en el que la letra de cambio desplegaba o actualmente despliega su fuerza ejecutiva, como título que tiene aparejada ejecución, con arreglo al artículo 66 de la Ley 19/1985, de 16 de julio, cambiaria y del cheque”⁽³⁷⁾. Con base en tal argumentación, afirmábamos que la exigencia de requisito fiscal no significa que se le esté impidiendo al tenedor de un documento cambiario el

⁽³⁴⁾ STC 133/2004, de 22 de julio, en *BJC (Boletín de Jurisprudencia Constitucional)*, 280/281, agosto-septiembre de 2004, p. 14.

⁽³⁵⁾ Defienden esta postura las SSAP de Almería, Sección 1.ª, de 20 de mayo de 2003, FJ 3.º (JUR 2003\152252); y de Vizcaya, Sección 1.ª, de 10 de marzo de 2004, FJ 1.º (JUR 2004\112271).

⁽³⁶⁾ Al afirmarse en el artículo 37.1 del TR del ITP y AJD que la falta de timbre sólo tiene la consecuencia de no otorgar fuerza ejecutiva a la letra tal sanción sólo afecta a la posibilidad de ejercitar por el tenedor la acción cambiaria en vía ejecutiva, pero no debe afectar a la posibilidad de ejercitar ésta a través de la vía ordinaria. En este sentido, BONET NAVARRO afirma que “siendo que el citado artículo 37 es una norma restrictiva de derechos, concretamente del derecho a la tutela judicial efectiva (acceso a los Tribunales, con las especiales garantías previstas), puede hacerse una interpretación adecuada que excluya todas aquellas situaciones no expresamente contempladas” (*Derecho Procesal*, ob. cit., p. 704).

⁽³⁷⁾ STC 133/2004, de 22 de julio, en *BJC (Boletín de Jurisprudencia Constitucional)*, 280/281, agosto-septiembre de 2004, p. 13.

acceso a la tutela judicial ⁽³⁸⁾ o, en palabras del TC, “no impide por completo el acceso a la jurisdicción, sino sólo a una modalidad de proceso, el ejecutivo, dejando abierta siempre la posibilidad de acceder al juicio declarativo” ⁽³⁹⁾. Asimismo, el tenedor de una cambial no solo en función del artículo 49 LCCH dispone de una doble posibilidad de vías procesales para el ejercicio de la acción cambiaria, esto es, la ordinaria y la cambiaria, sino que dispone de una posterior vía alternativa, para los supuestos en que el documento no ostente naturaleza cambiaria, por no reunir los requisitos exigidos a tal efecto, que se concreta en la incoación de una simple “acción ordinaria en la que el efecto es un documento más de prueba de la deuda reclamada”, añadiendo que “el incumplimiento de normas fiscales —timbre— es indiferente a los efectos que nos ocupa, al no ejercitarse la acción cambiaria” ⁽⁴⁰⁾. De esta forma, “cuando (...) el documento por haber supuestamente perdido su fuerza ejecutiva, por falta o insuficiencia del preceptivo timbre sirve de mero instrumento probatorio del crédito para habilitar, reforzar o justificar la acción causal, ya escapa del ámbito del juicio cambiario para encuadrarse sin colisión en el proceso declarativo o monitorio” ⁽⁴¹⁾.

Asimismo, con la entrada en vigor de la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil, en menor medida se puede afirmar que con la exigencia del cumplimiento del timbre se restringe de forma absoluta la tutela judicial efectiva del interesado, pues con el texto procesal, para el supuesto de no concurrencia del requisito fiscal y de los requisitos formales de los documentos cambiarios, se concede una doble alternativa procedimental para reclamar la deuda consignada en la letra, no solamente el proceso ordinario que corresponda a la cuantía, sino

⁽³⁸⁾ De la misma forma se pronuncia la Sentencia del Juzgado de 1.ª Instancia n.º 1 de Albacete, FJ 3.º (AC 2004\991), en la que se manifiesta que la privación de la utilización del proceso cambiario, por pérdida de fuerza ejecutiva de la letra, “no supone merma alguna de la tutela judicial efectiva”, por existir otra posible vía procesal. También defiende la no inconstitucionalidad, por no ser contraria esta disposición a la tutela judicial efectiva, la SAP de Málaga, Sección 5.ª, de 15 de diciembre de 2004, al sostener que “la privación de eficacia ejecutiva a las letras de cambio por motivos fiscales no es inconstitucional, por cuanto que siempre le queda a la parte la posibilidad de acudir al juicio declarativo correspondiente” —SAP de Málaga, Sección 5.ª, de 15 de diciembre de 2004, FJ 2.º (JUR 2005\147216)—. Asimismo, las SSAP de Asturias, Sección 4.ª, de 30 de octubre de 1995 (AC 1995/1850) y de Madrid, Sección 19.ª, de 5 de julio de 1993 (AC 1993/1404), y el AAP de Huesca de 30 de noviembre de 1994 (AC 1994/2474).

⁽³⁹⁾ STC 133/2004, de 22 de julio, en *BJC (Boletín de Jurisprudencia Constitucional)*, 280/281, agosto-septiembre de 2004, p. 14. En términos similares se pronuncia la SAP de Sevilla, Sección 2.ª, de 10 de mayo de 2004, FJ 4.º (JUR 2004\199695).

⁽⁴⁰⁾ SAP de Málaga, Sección 4.ª, de 18 de septiembre de 2003, FJ 2.º (JUR 2003\243155).

⁽⁴¹⁾ AAP de Jaen, Sección 2.ª, de 10 de septiembre de 2003, FJ 1.º, (JUR 2003\242618).

también la incoación del denominado juicio monitorio, al regularse éste como el cauce procesal idóneo para la reclamación de deudas documentadas⁽⁴²⁾, siendo en definitiva la cambial un documento en la que aparece consignada una deuda, perdiéndose no obstante los privilegios de la acción cambiaria. La posible elección procedimental del acreedor es puesta de manifiesto por determinadas resoluciones dictadas por las Audiencias Provinciales, donde se sostiene que “los documentos acompañados por el demandante con su demanda, consistentes en ocho letras de cambio aceptadas con su firma por el causante de los demandados (...) es indudable que reúnen los requisitos anteriormente señalados (refiriéndose a la consignación de la deuda en un documento) por lo que, concurriendo también las circunstancias de tratarse de reclamación de una cantidad de dinero vencida, exigible, determinada y no superior a cinco millones de pesetas, es manifiesta la procedencia del juicio monitorio instado por la demandante. (...) A lo que ha de añadirse a mayor abundamiento: 1.º) que ello en modo alguno supone infracción del artículo 819 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, al disponer el mismo que *sólo procederá el juicio cambiario si al incoarlo, se presenta letra de cambio, cheque o pagaré que reúnan los requisitos previstos en la Ley Cambiaria y del Cheque*, su interpretación no puede ser que para hacer efectivo el importe de una letra de cambio haya de acudir necesariamente al juicio cambiario, como establece la resolución impugnada, pues no puede desconocerse que, conforme al artículo 49 de la Ley Cambiaria, el tenedor de una letra de cambio tiene contra el aceptante acción directa, que podrá hacer efectiva tanto en la vía ordinaria como en la ejecutiva; y sólo en el supuesto de optar por el ejercicio de la acción ejecutiva el tenedor de la letra de cambio tendrá que acudir al juicio cambiario (artículos 66 y 68 de la Ley Cambial), mientras que, si opta por el ejercicio de la acción ordinaria, podrá acudir al proceso declarativo (verbal ordinario) que corresponda a la cuantía de la reclamación o al proceso monitorio”⁽⁴³⁾.

En quinto lugar, la exigencia del cumplimiento del requisito fiscal sólo tiene una finalidad, “estimular el cumplimiento espontáneo del impuesto”⁽⁴⁴⁾, despojando a aquellos que no lo realicen de un privilegio procesal, pero nunca cerrando la vía judicial.

(42) Al respecto vid. ADAN DOMÉNECH, F., “La tutela judicial del crédito cambiario. En defensa del juicio cambiario”, en *CEF Legal*, octubre de 2004, núm. 45, pp. 33 y ss.

(43) AAP de Salamanca de 30 de septiembre de 2002, FJ 2.º (JUR 2002\282687). También regula la doble posibilidad el AAP de Jaén, Sección 2.ª, de 10 de septiembre de 2003, FJ 1.º (JUR 2003\242618).

(44) STC 133/2004, de 22 de julio, en *BJC (Boletín de Jurisprudencia Constitucional)*, 280/281, agosto-septiembre de 2004, p. 14.

Como conclusión a esta tesis que hemos argumentado finalizábamos afirmando que con la exigencia del artículo 37 del TR del ITP y AJD no se vulnera el artículo 24 de la CE⁽⁴⁵⁾. A la misma conclusión llega el TC, al afirmar que “dicho lo que antecede, cabe concluir pues que las previsiones del artículo 37.1 del texto refundido de la ley del Impuesto no vulneran el derecho a la tutela judicial efectiva, sin indefensión, del artículo 24 CE”⁽⁴⁶⁾.

IV. LA DOBLE VÍA PROCESAL DEL ARTÍCULO 49 DE LA LEY CAMBIARIA Y DEL CHEQUE COMO PRESUPUESTO DE LA NO VULNERACIÓN DEL DERECHO A LA TUTELA JUDICIAL EFECTIVA

La vigencia de la bilateralidad procedimental, vía ejecutiva *versus* vía declarativa, regulada en el artículo 49 LCCH, se erige como condición *sine qua non* para sostener la línea de argumentación, anteriormente razonada en el apartado previo, en el sentido de afirmar que el artículo 37 del TR de ITP y AJD no priva a los interesados del acceso a los tribunales⁽⁴⁷⁾. Si por el contrario otorgásemos al proceso cambiario naturaleza declarativa la problemática derivada del artículo 37 del Texto Refundido sería de difícil solución, como a continuación veremos.

El sector doctrinal que otorga al juicio cambiario carácter declarativo considera que en el artículo 49 LCCH se regulan dos procesos de igual naturaleza y con idéntico objeto, argumento que les conduce a solicitar la supresión de una de las dos vías procedimentales por innecesariedad de duplicar procesos. De esta forma, al no tener el proceso cambiario naturaleza ejecutiva, estos autores consideran que el artículo 37 del TR del ITJP y AJD carece de sentido. Para justificar dicha situación, este sector doctrinal manifiesta que la interpretación que debe efectuarse de esta regla fiscal debe ser radicalmente diferente a la que

⁽⁴⁵⁾ ADAN DOMÉNECH, F., *El nuevo proceso cambiario*, Ed. J.M. Bosch, Barcelona, 2002, p. 285. La misma tesis era sostenida por SERRANO al afirmar que “(...) el artículo 37.1 TR del ITP y ADJ no limita el derecho a la tutela judicial efectiva reconocido en el artículo 24.1 CE, puesto que aquel precepto sólo impide al acreedor cambiario ejercitar la acción en vía ejecutiva, quedando abierta la posibilidad de entablar una acción declarativa ordinaria” (SERRANO, M.: *El juicio ejecutivo cambiario*, Cedecs, Barcelona, p. 143).

⁽⁴⁶⁾ STC 133/2004, de 22 de julio, en *BJC (Boletín de Jurisprudencia Constitucional)*, 280/281, agosto-septiembre de 2004, p. 14.

⁽⁴⁷⁾ Se pronuncian en favor del mantenimiento de esta doble vía procesal para el ejercicio de la acción cambiaria MOXICA, J., *El pagaré y el nuevo juicio cambiario*, Aranzadi, Navarra, 2000, p. 326; y VEGAS TORRES, J., en la obra colectiva *Derecho Procesal Civil: Ejecución forzosa, procesos especiales*, Ed. Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 2000, p. 454.

se le concedía con la anterior regulación, y así MONTERO AROCA afirma que “después de la LEC y de la desaparición del juicio ejecutivo, la letra de cambio no tiene eficacia ejecutiva, pero sí la tiene como presupuesto para un proceso especial, y lo que debe resolverse es si el supuesto de hecho (*la exigencia del timbre correspondiente a la cuantía*) del artículo 37 del RD-legislativo 1/1993 debe aplicarse analógicamente, de modo que no se trate ya de privar de eficacia ejecutiva, sino de privar de eficacia para el juicio cambiario. Aun partiendo de la base de la interpretación restringida, nuestra respuesta es afirmativa”⁽⁴⁸⁾.

De tal modo, de seguir los postulados del sector doctrinal que sostenía carácter declarativo juicio cambiario, y suprimir uno de los dos procedimientos, nos encontraríamos ante la situación de que, por un lado, en el artículo 49 LCCH se regularía una única vía procedimental para el ejercicio de la acción cambiaria, bien el proceso cambiario o bien la vía ordinaria, en función de cuál fuese suprimida, mientras que por otro lado la exigencia de timbre regulada en el artículo 37 del TR del ITP y AJD ya no sería un requisito exigible a efectos de atribuir fuerza ejecutiva a la letra de cambio, sino un requisito para poder utilizar el proceso regulado en el artículo 49 LCCH para el ejercicio de la acción cambiaria. De entender así la nueva regulación procesal el obstáculo fiscal regulado en el artículo 37 del Texto Refundido constituiría, a nuestro entender, una limitación de la tutela judicial efectiva, como a continuación veremos.

Si en el artículo 49 LCCH existiese una única vía procedimental para el ejercicio de la acción cambiaria y el requisito fiscal del artículo 37 del TR del ITP y AJD ya no actuase como condicionante de la naturaleza ejecutiva de un determinado título, sino como presupuesto necesario para la utilización del único proceso regulado a efectos de ejercer la acción cambiaria⁽⁴⁹⁾, en todos aquellos supuestos en que no se cumpliera tal requisito el acreedor no tendría la posibilidad de utilizar ningún otro cauce procedimental para el ejercicio de la acción cambiaria, por lo que se le privaría del acceso a los tribunales, produciéndose lo que el TC considera en la Sentencia de 12 de julio de 1998⁽⁵⁰⁾ “(...) una quiebra evidente entre el mundo sustantivo y el mundo procesal, pues mientras que no se niega la validez al documento en el mundo de las relaciones sustantivas ajenas al proceso” (en estos supuestos la letra de cambio sería plenamente eficaz siempre y cuando reuniese los requisitos formales que le otorgan naturaleza cambiaria, ya que como anteriormente hemos puesto de manifiesto

(48) MONTERO AROCA, J., en AA.VV., ob. cit., p. 789.

(49) En este sentido vid. MONTERO AROCA, J., AA.VV., ob. cit., p. 789.

(50) STC de 12 de julio de 1988 (RTC 1988/141).

el timbre no constituye un presupuesto esencial de la cambial)⁽⁵¹⁾, “(...) se impide en la práctica el ejercicio de la correspondiente acción” (en este caso el ejercicio de la acción cambiaria ante los tribunales)”. Por tanto, si consideramos ambas vías procesales reguladas en el artículo 49 LCCH de naturaleza declarativa, suprimiendo una de ellas, y exigiendo para su utilización el efecto timbrado, sí se produciría una vulneración del artículo 24 de la CE.

La situación cambia radicalmente de considerar el proceso cambiario un juicio de naturaleza ejecutiva. En este caso, como ya hemos manifestado anteriormente, la exigencia de timbre no constituye limitación alguna del acceso a los tribunales, porque este requisito únicamente es necesario para la utilización de una vía privilegiada, por lo que, para el supuesto de que existiese defecto de timbre, el título sigue manteniendo su naturaleza cambiaria, y al acreedor no se le priva de acceso a la jurisdicción al poder incoar la acción cambiaria mediante la vía ordinaria⁽⁵²⁾. Esta misma tesis era puesta de manifiesto por BAENA respecto de la legislación anterior, manifestando que “(...) se exigía que la letra de cambio cumpliera los requisitos fiscales para gozar de fuerza ejecutiva, añadiéndose que tal requisito quebraba cuando la acción cambiaria se ejercitaba en un juicio declarativo, por lo que esta última posibilidad imposibilitaba que la exigencia fiscal impidiese, cercenase o menoscabase el derecho fundamental a obtener la tutela judicial efectiva”⁽⁵³⁾.

V. BIBLIOGRAFÍA

AA.VV., *Derecho Procesal Civil*, Aranzadi, Pamplona, 2000, p. 704.

— AA.VV., *Derecho Jurisdiccional*, t. II, 11.ª ed., Tirant lo Blanch, Valencia, 2002.

— AA.VV., *Derecho Procesal Civil: Ejecución forzosa, procesos especiales*, Ed. Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 2000, pp. 453 a 473.

ADAN DOMÉNECH, F., “La tutela judicial del crédito cambiario. En defensa del juicio cambiario”, en *CEF Legal*, octubre de 2004, núm. 45, pp. 33 y ss.

— *El nuevo proceso cambiario*, Ed. J.M. Bosch, Barcelona, 2000.

(51) En este sentido SERRANO afirma que “(...) un documento que reúne los requisitos enumerados en el artículo 1 LCCH es una letra de cambio y, por tanto, queda sometido al régimen jurídico diseñado en aquella Ley; es decir, es apto para generar obligaciones válidas de naturaleza cambiaria” (*El juicio ejecutivo...*, ob. cit., p. 135).

(52) SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho...*, ob. cit., p. 53.

(53) BAENA, E., *Ley de Enjuiciamiento Civil*, vol. II, Sepin, Madrid, 2000, p. 1673.

BAENA, E., *Ley de Enjuiciamiento Civil*, vol. II, Sepin, Madrid, 2000, pp. 1649 a 1693.

GARCÍA VILLAVARDE, R., “Un nuevo modelo de letra de cambio”, en *Actualidad Aranzadi*, año IX, n.º 405, septiembre de 1999, pp. 1-4.

HERRERO RUBINAT, L., *El juicio ejecutivo cambiario*, Colex, Madrid, 1999.

JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G., *Lecciones de Derecho Mercantil*, 4.ª ed., Tecnos, Madrid, 1998.

LADRÓN, T., “Procedimientos rápidos para tutelar el crédito: monitorio y cambiario”, en *Carta mercantil*, n.º 18, noviembre de 2000, pp. 1 a 10.

MOXICA, J., *El pagaré y el nuevo juicio cambiario*, Aranzadi, Navarra, 2000.

SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho mercantil*, t. II, 17.ª ed. Revista de Derecho Privado, Madrid, 1994.

SERRANO, M., *El juicio ejecutivo cambiario*, Cedecs, Barcelona .

JURISPRUDENCIA

CUOTAS PARTICIPATIVAS DE LAS CAJAS DE AHORROS

(Comentario a la STS de 26 de octubre de 2005) (*)

MANUEL MARTÍNEZ MERCADO

*Responsable de Participaciones en Empresas Inmobiliarias
de CAJA GENERAL DE AHORROS DE GRANADA*

FUNDAMENTOS DE DERECHO

Primero.—La Federación de Servicios Financieros y Administrativos de Comisiones Obreras y los Consejeros de diversas Cajas de Ahorro que han sido reseñados en el antecedente de hecho primero impugnan ante esta Sala determinados preceptos del Real Decreto número 302/2004, de 20 de febrero (RCL 2004\567), sobre Cuotas Participativas de las Cajas de Ahorro.

El Real Decreto 302/2004 se dictó en desarrollo del artículo 14 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre (RCL 2002\2722 y RCL 2003, 368), de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, que a su vez modificó sustancialmente el régimen jurídico de las cuotas participativas de las cajas de ahorros previsto en el artículo 7 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo (RCL 1985\1216), sobre coeficientes de inversión, recursos propios y obli-

gaciones de información de los intermediarios financieros. Además de otras habilitaciones específicas a las que ulteriormente nos referiremos, la Disposición final segunda de la Ley 44/2002 “habilita al Gobierno para desarrollar reglamentariamente lo dispuesto en esta norma”.

Segundo.—Importa precisar desde ahora tres extremos que serán útiles para el ulterior análisis de la impugnación:

A) El primero es que las “cuotas participativas”, en cuanto aportaciones dinerarias de duración indefinida, no son sino una fórmula para que las Cajas de Ahorros puedan captar recursos financieros en el mercado, en situación de neutralidad con el resto de entidades de crédito. Quiérese decir, pues, que la captación de capital bajo esta nueva fórmula supone para las Cajas emisoras y para quienes suscriban las cuotas so-

(*) Ponente: Excmo. Sr. D. Manuel Campos Sánchez-Bordona

meterse a un régimen jurídico de derechos y obligaciones que, por un lado, no ha de implicar para aquéllas una situación privilegiada respecto al resto de entidades crediticias pero tampoco desnaturalizar su naturaleza propia y, por otro lado, ha de garantizar los intereses legítimos de los cuotapartícipes quienes, sin dicha garantía, difícilmente accederán a utilizar este instrumento de inversión financiera.

B) El segundo es que, aun cuando las cuotas participativas tienen su propio régimen jurídico —desarrollado precisamente mediante el Real Decreto ahora en parte impugnado— no cabe olvidar que, en virtud del artículo 2.1 de éste “adicionalmente [...] se registrarán por el régimen de las acciones contenido en las secciones 2.^a, 3.^a y 4.^a del capítulo IV del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre (RCL 1989\2737 y RCL 1990, 206), en lo que les sea de aplicación”. Como es obvio, dado que las cuotas participativas están desprovistas de derechos políticos —y esta privación responde a un expreso designio legal—, no les serán aplicables las disposiciones de la Ley de Sociedades Anónimas en cuanto a ellos se refieran.

C) El tercero es que en el desarrollo normativo del sindicato de cuotapartícipes (sobre cuya naturaleza y atribuciones gira en realidad el recurso), cubierto por la habilitación legal que a continuación diremos, el titular de la potestad reglamentaria ha tomado como patrón o referencia el régimen previsto para la asamblea de obligacionistas en el capítulo X de la Ley de Sociedades Anónimas, según de modo expreso afirma el preámbulo del Real Decreto 302/2004.

Tercero.—El artículo 7 del Real Decreto (RCL 2004\567) se refiere al “sindicato de cuotapartícipes” cuya creación y régimen general se establece en el apartado primero. El apartado segundo regula la figura del presidente de aquel sindicato en los siguientes términos:

“2. El presidente tendrá la representación legal del sindicato y podrá ejercitar las acciones que a éste correspondan, además de las facultades conferidas en el acuerdo de emisión y las que le haya atribuido la asamblea de cuotapartícipes. En todo caso, el presidente será el órgano de relación entre la caja de ahorros y el sindicato y, como tal, podrá asistir con voz y sin voto a las asambleas generales de la caja, informar a ésta de los acuerdos del sindicato y requerir de ella los informes que interesen a los cuotapartícipes”.

Sólo este último inciso es impugnado por los recurrentes, a cuyo juicio “no hay razón alguna para que los cuotapartícipes tengan un derecho de información separada, distinto y más exigente hacia la Asamblea de la Caja que el resto de los grupos que la componen”.

La censura es infundada, como bien replica el Abogado del Estado, cuya argumentada contestación a la demanda (frente a la cual no ha habido escrito de conclusiones) niega que exista “exceso de ninguna especie en la regulación reglamentaria”. En efecto, tal como subraya el defensor de la Administración del Estado, la nueva regulación legal, esto es, el artículo 7.4 quinto párrafo de la Ley 13/1985 (RCL 1985\1216), en la redacción que le da la Ley 44/2002 (RCL 2002\2722 y RCL 2003, 368), contiene una singular habilitación al Gobierno para desarrollar expresa y específicamente las normas de funcionamiento del sindicato de cuotapartícipes, habilitación singular que se sobrepone a la general antes referida.

Formulada la habilitación en estos amplios términos hubiera sido preciso que los demandantes concretaran, al menos, qué norma de rango superior infringe el inciso ahora impugnado, lo que no hacen. Se limitan a expresar, como ya hemos transcrito, que no existe “razón” para que el presidente del sindicato requiera de la Caja emisora (más en concreto, de la Asamblea General en la que, según la Ley, puede intervenir

con voz pero sin voto) “los informes” que interesen a los cuotapartícipes.

No se ve cómo podría ser ilegal una disposición que se reduce a prever que quien legítimamente asiste a una asamblea solicite una determinada información. Al margen de que, como también opone con acierto el Abogado del Estado, esta misma previsión se contiene en las normas de la Ley de Sociedades Anónimas (RCL 1989\2737 y RCL 1990, 206) relativas al comisario presidente del sindicato de obligacionistas (que puede asistir a la junta general de la sociedad emisora y requerir de ella los informes que interesen a los obligacionistas), al margen de ello, decimos, el Real Decreto no prejuzga el contenido de la respuesta, que lógicamente dependerá de que la información requerida sea precisa o conveniente para garantizar los intereses de los cuotapartícipes en cuanto inversores de las Cajas.

Por lo que respecta al derecho de información de quienes representen a los diferentes grupos que integran las Asambleas Generales, su régimen jurídico es distinto del que ahora examinamos, sin que exista entre aquellos grupos y el sindicato de cuotapartícipes (y, *a fortiori*, entre el referido derecho de información y el de “requerir los informes”) la analogía que exigiera, en cualquiera de los dos sentidos, un tratamiento idéntico.

Cuarto.—El mismo artículo 7 del Real Decreto 302/2004 (RCL 2004\567) dispone en su apartado tercero lo siguiente:

“3. La asamblea de cuotapartícipes podrá ser convocada por el consejo de administración de la caja o por el presidente del sindicato. Éste, además, deberá convocarla siempre que lo soliciten cuotapartícipes que representen al menos la vigésima parte de las cuotas emitidas. El consejo de administración convocará al menos una asamblea anual de cuotapartícipes, en la que la caja informará, entre otros, sobre su evolución económica reciente, el excedente de libre

disposición obtenido en el ejercicio precedente y el acuerdo de reparto de éste [...]”.

Los recurrentes consideran que el segundo párrafo es contrario al ordenamiento jurídico por cuanto de un lado, configura un “derecho de información separada” que daría “preeminencia” a los cuotapartícipes “sobre los demás directamente interesados y partícipes en el capital de la Caja (sic)” y, por otro lado, al dejar abierto el contenido de la información (por el uso de la expresión “entre otros”) “no se sabe hasta dónde alcanza ese exorbitante derecho de información”. La referencia a los “partícipes en el capital de la Caja” no es acertada, como bien replica la defensa de la Confederación Española de Cajas de Ahorro en su contestación a la demanda, y debe entenderse hecha a los grupos de representación en los órganos rectores.

La censura, que tampoco indica el precepto legal vulnerado, es injustificada. En primer lugar, reconocida la existencia del sindicato de cuotapartícipes, por analogía con el sindicato de obligacionistas en las sociedades anónimas, y admitida por los recurrentes la pertinencia de que se reúna en asamblea, nada obsta a que la Caja, a través de su consejo de administración, convoque a dicha asamblea de cuotapartícipes para informarles de unos datos económicos de la entidad que, en cuanto titulares de los valores negociables por ella emitidos, sin duda les afectan. No hay en ello “preeminencia” respecto de quienes integran los grupos de representación en los órganos rectores sino, de nuevo, mera consideración a los “legítimos intereses” de quienes financian con sus aportaciones dinerarias parte de los recursos propios de las Cajas de Ahorro.

En cuanto a la amplitud de los términos “entre otros”, baste repetir lo expresado en el fundamento jurídico precedente sobre el contenido de la información que se ha de poner a disposición de los cuotapartícipes: la relevante para garantizar sus intereses en cuanto inversores de las Cajas. La expre-

sión otorga un margen de flexibilidad prudente, dentro de aquellos límites.

Quinto.—En el suplico de la demanda se consigna como norma cuya nulidad se pretende también el párrafo segundo del mencionado apartado 3 del artículo 7, cuya dicción es la siguiente:

“[...] Cuando la asamblea haya de tratar o acordar asuntos relativos a las modificaciones de las características de las cuotas tales como la supresión del derecho de suscripción preferente, su amortización u otros de trascendencia análoga a juicio del presidente, deberá ser convocada mediante anuncio publicado en el ‘Boletín Oficial del Registro Mercantil’, en el ‘Boletín Oficial de la Comunidad Autónoma’ correspondiente y en uno de los diarios de mayor circulación de ámbito nacional, con una antelación de, al menos, 15 días a la fecha de la reunión”.

Lo cierto es, sin embargo, que la demanda no contiene una impugnación autónoma de este párrafo, cuya nulidad se solicita “sólo por coherencia con la nulidad que se pretende a través de los apartados [en realidad, fundamentos jurídicos] tercero y cuarto [de la demanda]”. Sin perjuicio de lo que después diremos sobre la incidencia que los acuerdos del sindicato de cuotapartícipes pudiera tener en la decisión de los órganos de gobierno de las Cajas de Ahorro, es lo cierto que la mera previsión de que la asamblea de aquéllos —más propiamente, de su sindicato— trate de cuestiones que les afectan es irreprochable jurídicamente; y a partir de esta premisa, el hecho de que dicha asamblea haya de convocarse en los términos fijados por el precepto impugnado tampoco incurre en ilegalidad alguna.

Sexto.—El artículo 10 del Real Decreto 302/2004 (RCL 2004\567) regula el derecho de suscripción preferente de los cuotapartícipes, en cuya virtud pueden suscribir un número de las nuevas cuotas proporcional a su participación en el excedente de

libre disposición que exista antes de la emisión. Respecto de la eventual supresión de este derecho de suscripción preferente dispone el apartado 2 del artículo 10 lo siguiente:

“2. El órgano emisor podrá, al decidir la emisión de nuevas cuotas participativas, acordar la supresión del derecho de suscripción preferente cuando el interés de la caja así lo exija. Para la validez de este acuerdo será imprescindible:

- a) Que en la convocatoria del órgano se haya hecho constar la propuesta de supresión del derecho de suscripción preferente.
- b) Que en la estimación del valor económico y del importe de la prima de emisión a que se refiere el artículo 4 se incluya una estimación del valor teórico de los derechos que se pretenden suprimir.
- c) La aprobación, en caso de que exista, del sindicato de cuotapartícipes”.

Los demandantes solicitan la nulidad de este último inciso porque, a su juicio, la decisión correspondiente debe quedar en mano exclusiva de la Asamblea General, sin que pueda ser preceptiva la aprobación del citado sindicato de cuotapartícipes. Añaden que la Ley de Sociedades Anónimas (RCL 1989\2737 y RCL 1990, 206) no contiene una previsión similar ni para el caso de los obligacionistas ni para el caso de las acciones sin voto.

El inciso objeto de debate no figuraba en los primeros borradores del proyecto del Real Decreto y su introducción fue apoyada por la Confederación Española de Cajas de Ahorros, según se observa en el expediente de elaboración. Aparece ya desde el “tercer borrador” remitido, conforme a lo dispuesto en el artículo 24.1 de la Ley 50/1997, de 27 de noviembre (RCL 1997\2817), de Organización, Competencia y Funcionamiento del Gobierno, a los diversos agentes económicos y a otras instituciones.

El Banco de España en sus alegaciones sobre el proyecto, formuladas el 1 de octu-

bre de 2003, expuso como consideraciones generales sobre la posición contractual de los cuotapartícipes las siguientes:

“[...] Una de las condiciones esenciales para favorecer el éxito de este nuevo instrumento de capital es que el desarrollo reglamentario que ahora se aborda, al mismo tiempo que respeta las condiciones esenciales fijadas por la Ley (ausencia de derechos políticos y retribución en manos de la Caja), no agrave, e incluso minimice en lo posible, el desequilibrio fundamental entre los derechos de la Caja y los partícipes que reflejan aquellas condiciones. Un aumento en ese desequilibrio encarecería la captación de estos recursos e incluso podría eliminar a los inversores institucionales de los posibles interesados, poniendo en peligro la liquidez del instrumento y con ella todo el esquema legal diseñado. [...] Por ello no parece adecuado que [...] se permita a la caja, sin contar necesariamente con los partícipes: suprimir su derecho de suscripción preferente (artículo 10); amortizar anticipadamente las cuotas (artículo 12); o distribuir su fondo de reserva (artículo 14.2)”.

Séptimo.—El artículo 7.4.b) de la Ley 13/1985 (RCL 1985\1216), en la redacción dada por la Ley 44/2002 (RCL 2002\2722 y RCL 2003, 368), señala como derecho de carácter económico conferido por las cuotas a sus titulares la “suscripción preferente de cuotas participativas en nuevas emisiones, sin perjuicio de su supresión en los términos legalmente previstos”.

Por su parte, el artículo 3.2.g) del Real Decreto 302/2004 (precepto no impugnado en este recurso) dispone que los acuerdos de emisión de estos títulos deben contener preceptivamente “una referencia al derecho de suscripción preferente de cuotas en nuevas emisiones atribuido a los cuotapartícipes, así como al régimen previsto para su supresión en el artículo 10”.

Cuál sea el significado de la expresión “en los términos legalmente previstos” es lo que se trata de dilucidar, pues el legislador,

al así redactarla, no ha otorgado en este punto un margen de configuración autónoma al titular de la potestad reglamentaria: la habilitación genérica antes analizada cede aquí ante la expresa remisión a los “términos legalmente previstos”, que no pueden ser desbordados.

Esta precisión es relevante y de hecho fue objeto de consideración específica en el dictamen del Consejo de Estado sobre el proyecto de Real Decreto: el Alto Cuerpo Consultivo no dejó de precisar que “[...] la Ley remite la regulación de la supresión de este derecho [de suscripción preferente de nuevas cuotas] a los términos establecidos legalmente, por lo que quizá fuese más prudente introducir dicha regulación en una norma con rango legal”.

Octavo.—Para el Abogado del Estado, con aquella disposición el legislador remite a la Ley de Sociedades Anónimas (RCL 1989\2737 y RCL 1990, 206): las condiciones para la supresión del derecho de suscripción preferente de cuotas participativas serían las previstas en la citada Ley, cuyo artículo 159 lleva por rúbrica la exclusión del derecho de suscripción preferente y cuyo artículo 144 exige el acuerdo de la mayoría de las acciones pertenecientes a la clase afectada para la aprobación de modificaciones estatutarias que lesionen directa o indirectamente los derechos de dicha clase de acciones. Esta misma tesis, con ligeras variantes, mantiene la Confederación Española de Cajas de Ahorros (añadiremos que la teórica oposición a la pretensión actora que debería haber formulado, en cuanto parte demandada, la Federación de Sindicatos de Banca, Bolsa, Ahorro, Entidades Financieras, Seguros y Oficinas y Despachos de la Confederación General del Trabajo, se ha convertido en práctica transcripción de la demanda, con la consiguiente desviación procesal).

Ya hemos afirmado que la remisión hecha por el artículo 1, apartado 2, del Real Decreto 302/2004 (RCL 2004\567) al régimen de las acciones contenido en las sec-

ciones 2.^a, 3.^a y 4.^a del capítulo IV del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas lo es tan sólo en la medida en que dicho régimen “sea de aplicación” a las cuotas participativas, supuesto que no se dará si se trata del ejercicio de derechos políticos: la supresión de éstos para los titulares de las cuotas participativas fue subrayada en el debate parlamentario y se plasmó en un precepto inequívoco, redactado en términos absolutos, a tenor del cual “las cuotas carecen de todo derecho político”. Las fórmulas de “sin perjuicio” que contenía el primitivo texto fueron suprimidas expresamente en el curso del referido debate parlamentario. No es posible, en consecuencia, reintroducir por la vía del reglamento lo que se eliminó intencionadamente del texto de la Ley.

A partir de esta premisa, las conclusiones que obtienen las partes demandadas no pueden compartirse. No sólo es que el artículo 159 de la Ley de Sociedades Anónimas no figure entre las secciones antedichas del capítulo IV del texto refundido (y por lo tanto, no hay remisión directa a él en el Real Decreto 302/2004), sino que su inaplicabilidad —con el matiz al que después aludiremos— a las cuotas participativas deriva precisamente de la proscripción de todo derecho político a los cuotapartícipes.

La exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas requiere un acuerdo de la junta general en la que, obviamente, deciden los accionistas que reúnen la doble cualidad de titulares de derecho al voto, en cuanto partícipes en el capital social y, a la vez, titulares de derechos patrimoniales que pueden ser menoscabados. En las cajas de ahorros, por el contrario, los cuotapartícipes carecen de todo derecho de voto sobre las decisiones que dichas entidades adopten, por lo que no pueden predeterminar negativamente el contenido de aquéllas como sucedería a tenor del precepto impugnado que exige su aprobación (y por lo tanto, les permite vetar) previa cuando las Cajas de Ahorro pretendan excluir el derecho de suscripción preferente de nuevas cuotas.

Es cierto que los cuotapartícipes ostentan el derecho de suscripción preferente de las nuevas cuotas, pero también lo es que la supresión de ese derecho para emisiones futuras no puede depender de ellos mismos si, como quiere la Ley, carecen de “todo” poder decisorio (derecho político) respecto de la voluntad corporativa de las Cajas de Ahorro que han de adoptar el acuerdo correspondiente. No puede el reglamento, en consecuencia, subordinar la voluntad de los órganos de gobierno de las Cajas de Ahorro a la voluntad de los cuotapartícipes. Éstos, por lo demás, han suscrito las cuotas sabiendo ya desde un primer momento (porque así ha de constar en los anuncios de la emisión) que el derecho de suscripción preferente puede ceder ante el interés general de la Caja, apreciado por el órgano emisor, cuando dicho interés así lo exija.

Afirma la Confederación Española de Cajas de Ahorros que, de no reconocerse dicha facultad, la “efectividad del derecho previsto en la Ley se haría depender, totalmente y en última instancia, de la voluntad de un tercero cuyos intereses no tienen por qué coincidir con la de sus titulares”. La objeción no toma suficientemente en cuenta ni el hecho de que la supresión del derecho ya viene anunciada como potestativa en la emisión de los títulos ni el hecho de que, no siendo ni siquiera obligatoria la creación del sindicato de obligacionistas, podría legalmente una Caja que hiciera uso de esta posibilidad legal (no crear el sindicato) excluir el derecho de suscripción preferente de modo unilateral sin la aquiescencia de los cuotapartícipes afectados quienes, simplemente, carecerían de órgano (el sindicato) colectivo en el que afirmar su voluntad contraria. Por ello se ha dicho, con razón, que la atribución de esta facultad de veto a través del Real Decreto podría desincentivar la creación misma del sindicato de cuotapartícipes, potestativa para las Cajas de Ahorro.

En suma, las situaciones previstas para esta figura en la Ley de Sociedades Anónimas y en el Real Decreto 302/2004 (RCL 2004\567) no son equiparables, habida cuen-

ta de que este último ha de respetar las opciones legislativas insertas en la Ley 44/2002 (RCL 2002\2722 y RCL 2003, 368): la decisión de excluir el derecho de suscripción preferente de cuotas participativas no puede sujetarse a los mismos cánones que el de las acciones cuyos titulares tienen el derecho de votar en las juntas generales de las sociedades anónimas. La asimilación de regímenes jurídicos requeriría una decisión del legislador en estos términos.

Noveno.—Más consistencia presenta la segunda línea de defensa argumental de la Administración del Estado, apoyada también por la Confederación Española de Cajas de Ahorros. Según esta tesis, la exclusión del derecho de suscripción preferente a los titulares de cuotas participativas se aproximaría a una modificación estatutaria perjudicial para una determinada “clase de acciones”. En tal hipótesis, dado que el artículo 148 de la Ley de Sociedades Anónimas exige que el acuerdo correspondiente de la junta general cuente con el voto favorable “de la mayoría de las acciones pertenecientes a la clase o clase afectadas”, este voto favorable correspondería, en nuestro caso, al sindicato de cuotapartícipes. Se trataría, pues, de una previsión reglamentaria equivalente al mandato legal de que las modificaciones estatutarias perjudiciales para una clase de acciones cuenten con la aprobación de los accionistas perjudicados.

Sin embargo el argumento choca, una vez más, con la distinta naturaleza de accionistas titulares de derechos políticos y cuotapartícipes carentes de ellos. Cierto es, sin embargo, que existe en la Ley de Sociedades Anónimas la figura de las acciones sin voto, a cuyo régimen podría equipararse el de las cuotas participativas, pero no lo es menos que, a tenor de los artículos 91 y 92 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, los titulares de las acciones sin voto (a quienes el artículo 91 atribuye “los demás derechos de las acciones ordinarias, salvo lo dispuesto en el artículo anterior”) mantienen determinados derechos políticos,

cuyo reconocimiento está vedado a los cuotapartícipes, al margen de los de contenido económico o patrimonial.

Entre esos derechos políticos de los titulares de acciones sin derecho a voto no sólo figura el previsto en el artículo 92.3 de la citada Ley, puesto en relación con el artículo 148, sino también el de asistir (sin voto) a la Junta General e incluso solicitar su convocatoria, el de impugnar los acuerdos sociales nulos y, a pesar de la aparente antinomia, el de configurar, mediante su voto, la voluntad social en determinados supuestos como son la falta de pago del dividendo mínimo o la reducción de capital que implique la amortización de acciones ordinarias (artículo 91.2 de la Ley de Sociedades Anónimas). Todo lo cual es coherente con el principio de que esta clase de accionistas siguen siendo, pese a todo y desde una perspectiva estrictamente jurídica, verdaderos socios, aunque no participen en la gestión de la sociedad anónima, y no meros obligacionistas o titulares de derechos de crédito frente a aquélla. Lo que no sucede en el caso de los cuotapartícipes.

Esta última consideración enlaza con una referencia normativa que no puede dejar de subrayarse: ya hemos recordado cómo el patrón de las normas aplicables al sindicato de cuotapartícipes es el previsto para la asamblea o sindicato de obligacionistas en el capítulo X de la Ley de Sociedades Anónimas, según de modo expreso afirma el preámbulo del Real Decreto 302/2004. Pues bien, a partir de esta referencia, difícilmente podría el reglamento reconocer al sindicato de cuotapartícipes facultades de veto que la Ley de Sociedades Anónimas no atribuye al sindicato de obligacionistas, como sucede respecto de la exclusión del derecho de suscripción preferente en el supuesto de que una sociedad anónima tenga emitidas obligaciones convertibles, a tenor del juego conjunto de los artículos 293.3, 158 y 159.3 de la Ley de Sociedades Anónimas.

Décimo.—Por último, la Confederación Española de Cajas de Ahorros trata de de-

fender la viabilidad del precepto afirmando que la aprobación previa por parte del sindicato de cuotapartícipes es una “fórmula que arbitra el legislador para evitar conflictos entre éstos y la propia entidad. En efecto, en el caso de que la asamblea general de la caja adoptara una decisión que los cuotapartícipes estimaran lesiva para sus intereses (como podría ser, ciertamente, la exclusión de su derecho de suscripción preferente de nuevas cuotas), la única vía a que se verían abocados dichos cuotapartícipes para hacer efectivo su derecho sería el recurso a los órganos jurisdiccionales. El mecanismo previsto en el artículo 10.2 contiene una importante contribución para dirimir posibles conflictos de este tipo, en términos no contenciosos”.

Sucede, sin embargo, que la solución adoptada por el Real Decreto 302/2004 (RCL 2004\567) en el precepto ahora examinado no es que “contribuya a dirimir” el conflicto entre la Caja y los cuotapartícipes, sino que lo suprime de raíz dando primacía en la decisión correspondiente a la voluntad de éstos sobre la voluntad corporativa de la Caja de Ahorros.

Finalmente, debemos recordar que el órgano emisor puede suprimir total o parcialmente el derecho de suscripción preferente bajo una serie de condiciones o cautelas previstas en el mismo apartado 2, letras a) y b), del artículo 10 del Real Decreto 302/2004, que ni han sido impugnadas ni se revelan contrarias al designio legal, incluidas las que se refieren al “valor teórico de los derechos que se pretenden suprimir”. Por razones de congruencia procesal no es este el momento de hacer consideraciones adicionales sobre las cuestiones que suscitaba el Consejo de Estado en su dictamen respecto de “las posibles fórmulas en virtud de las cuales se mantenga indemne el contenido patrimonial del cuotapartícipe y la fórmula a seguir para su objetiva valoración”, esto es, sobre cuestiones sustantivas ajenas en sí mismas a lo que es objeto de impugnación, limitada a la intervención decisiva del sindi-

cato de cuotapartícipes en la adopción del acuerdo por parte del órgano emisor.

Undécimo.—El artículo 12 del Real Decreto 302/2004 (RCL 2004\567) dispone en su apartado primero lo siguiente:

“1. La amortización anticipada de las cuotas en casos diferentes a los previstos en el último párrafo del apartado 4 del artículo 7 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo (RCL 1985\1216), y en el apartado siguiente, requerirá el correspondiente acuerdo de la asamblea general de la caja, así como el cumplimiento de las garantías y plazos previstos en la Ley de Sociedades Anónimas para los acuerdos de reducción de capital. El acuerdo deberá obtener la autorización del Banco de España para su ejecución, así como la aprobación del sindicato de cuotapartícipes en caso de que éste exista”.

De nuevo es tan sólo este último inciso (la exigencia de que el sindicato de cuotapartícipes, en caso de que exista, apruebe la amortización anticipada de cuotas) el impugnado por los demandantes con argumentos similares a los expuestos respecto de la supresión del derecho de suscripción preferente. Tanto el Abogado del Estado como la Confederación Española de Cajas de Ahorros se oponen a dichos argumentos repitiendo, por su parte, los suyos contra aquéllos.

Dados, pues, los términos del debate y que el análisis de unos argumentos y otros nos ha conducido a la estimación del recurso en cuanto a la supresión del derecho de suscripción preferente, lo mismo hemos de hacer respecto de la amortización anticipada ordinaria (la automática, derivada de lo dispuesto en el último párrafo del apartado 4 del artículo 7 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, no requería de suyo la aprobación del mencionado sindicato, como tampoco la amortización en los casos de fusión y exceso de autocartera por encima del cinco por ciento, a la que se refiere el apartado 9 del referido artículo 7).

En efecto, si es cierto que en este caso el Real Decreto 302/2004 (RCL 2004\567) somete la amortización anticipada de cuotas participativas al cumplimiento de las garantías y plazos previstos en la Ley de Sociedades Anónimas para la reducción de capital, la aplicación de dichas normas no puede ir más allá de los límites impuestos por la Ley 44/2002 (RCL 2002\2722 y RCL 2003, 368) que, como ya hemos reiterado, impide otorgar derechos políticos a los cuotapartícipes.

Ha de tenerse en cuenta, por lo demás, que dicha Ley sí ha regulado de manera expresa el derecho de éstos a obtener, en determinados casos de amortización, el “valor de mercado de las cuotas participativas”, precisando acto seguido qué ha de entenderse por tal (apartado 4 del repetido artículo 7).

Duodécimo.—Ha lugar, por lo tanto, a la parcial estimación del recurso, sin imposición de costas al no concurrir temeridad o mala fe en las partes del proceso.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. ANÁLISIS Y ESTUDIO DEL TEXTO.
 - 1. Último inciso del apartado 2 del artículo 7.
 - 2. Último inciso del apartado 3 del artículo 7.
 - 3. Segundo párrafo del apartado 3 del artículo 7 y apartado 2.c) del artículo 10.
 - 4. Último inciso del apartado 1 del artículo 12.
 - 5. Voto particular.
- III. CONCLUSIONES.

I. INTRODUCCIÓN

El pasado día 26 de octubre de 2005 la Sala de lo Contencioso-Administrativo —Sección Tercera— del Tribunal Supremo dictó sentencia como conse-

cuencia de la interposición de recurso contencioso-administrativo⁽¹⁾ número 55/2004 contra determinados preceptos del *RD 302/2004, de 20 de febrero, sobre Cuotas Participativas de las Cajas de Ahorros*⁽²⁾. Diversa información se ha hecho pública a raíz de la sentencia, no toda ella con el suficiente rigor que ha de presidir cualquier manifestación que sobre una cuestión tan técnica haya de producirse. Incluso, opinamos, algún sector o grupo financiero ha utilizado esta resolución del alto tribunal poco menos que para “exigir” la inmediata modificación vs. anulación del texto del Real Decreto⁽³⁾ mencionado al quedar “*totalmente desvirtuado y carente de eficacia alguna*” —no debemos olvidar que el tema de la configuración de las cuotas participativas como Recursos Propios⁽⁴⁾ de las Cajas de Ahorros es hartamente complejo, no exento de “polémica”—, Nada más lejos de la realidad. La STS ha anulado un determinado inciso de un precepto concreto del texto positivo, que en nada invalida el *corpus iuris* en su conjunto. El mostrar esta realidad se configura como premisa esencial del presente estudio.

A través del recurso contencioso-administrativo citado *supra* se procedió a solicitar la nulidad de pleno derecho del mencionado Real Decreto en lo que se refería, de manera exclusiva, a una serie de preceptos determinados; en concreto:

A) Último inciso del **apartado 2 del artículo 7**, concretamente “...y *requerir de ellas los últimos informes que interese a los cuotapartícipes*”⁽⁵⁾.

(1) Este recurso fue interpuesto por la *FEDERACIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS Y ADMINISTRATIVOS DE COMISIONES OBRERAS* y por dieciséis cajas de ahorros, a través de sus respectivos representantes.

(2) Texto publicado en el BOE n.º 96, de 3 de marzo de 2004. El Real Decreto se dictó en desarrollo del **artículo 14** de la *Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, que a su vez procedió a la modificación sustancial del régimen jurídico de las cuotas participativas de las cajas de ahorros, previsto en el **artículo 7** de la *Ley 13/1985, de 25 de mayo, sobre coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros*.

(3) Para una primera aproximación significativa al mencionado Real Decreto objeto de la STS es de destacar MARTÍNEZ MERCADO, M., “**Comentarios al texto del Real Decreto de Regulación de las Cuotas Participativas de las Cajas de Ahorros**”, *RDBB*, n.º 95, 2004, julio-septiembre, pp. 211-234.

(4) En este sentido, merece una especial lectura el estudio realizado por PEINADO GRACIA, J.I., “Capital framework and Securities that may be issued by Spanish Saving Banks”, *Journal of International Banking Law and Regulation*, n.º 9, vol. 18, pp. 383 a 388.

(5) Todo el texto de este artículo está dedicado al Sindicato de Cuotapartícipes. En concreto, el número completo de éste regula la figura del Presidente: “...*tendrá representación legal del sindicato y podrá ejercitar las acciones que a éste correspondan, además de las facultades conferidas en el acuerdo de emisión y las que le haya atribuido la Asamblea de cuotapartícipes. En todo caso, el presidente será el órgano de relación entre la caja de ahorros y el sindicato y, como tal, podrá asistir con voz y sin voto a las asambleas generales de la caja, informar a ésta de los acuerdos del sindicato y requerir de ella los informes que interesen a los cuotapartícipes*”.

B) Último inciso del **apartado 3** del mismo **artículo 7**: “...El Consejo de Administración convocará al menos una asamblea anual de cuotapartícipes, en la que la caja informará, entre otros, sobre la evolución económica reciente, el excedente de libre disposición obtenido en el ejercicio precedente y el acuerdo de reparto de este”⁽⁶⁾.

C) Segundo párrafo del **apartado 3** del **artículo 7**: “Cuando la asamblea haya de tratar o acordar asuntos relativos a las modificaciones de las características de las cuotas, tales como la supresión del derecho de suscripción preferente, su amortización u otros de trascendencia análoga a juicio del presidente, deberá ser convocada mediante anuncio publicado en el Registro Mercantil, en el boletín oficial de la comunidad autónoma correspondiente y en uno de los diarios de mayor circulación de ámbito nacional, con una antelación de, al menos, 15 días a la fecha de la reunión”.

D) Apartado 2.c) del artículo 10: “La aprobación, en caso de que exista, del sindicato de cuotapartícipes”⁽⁷⁾.

E) Último inciso del **apartado 1** del **artículo 12**; literalmente: “...así como la aprobación del sindicato de cuotapartícipes en caso de que éste exista”⁽⁸⁾.

⁽⁶⁾ El **artículo 7.3** señala lo siguiente: “La asamblea de cuotapartícipes podrá ser convocada por el consejo de administración de la caja o por el presidente del sindicato. Éste, además, deberá convocarla siempre que lo soliciten cuotapartícipes que representen al menos la vigésima parte de las cuotas emitidas. El consejo de administración convocará al menos una asamblea anual de cuotapartícipes, en la que la caja informará, entre otros, sobre su evolución económica reciente, el excedente de libre disposición obtenido en el ejercicio precedente y el acuerdo de reparto de éste. Cuando la asamblea haya de tratar o acordar asuntos relativos a las modificaciones de las características de las cuotas, tales como la supresión del derecho de suscripción preferente, su amortización u otros de trascendencia análoga a juicio del presidente, deberá ser convocada mediante anuncio publicado en el Registro Mercantil, en el boletín oficial de la comunidad autónoma correspondiente y en uno de los diarios de mayor circulación de ámbito nacional, con una antelación de, al menos, 15 días a la fecha de la reunión”.

⁽⁷⁾ Este precepto regula el ejercicio del Derecho de Suscripción Preferente. En su número 2 se indica que la caja de ahorros emisora podrá decidir la supresión del derecho de suscripción preferente, siempre y cuando así lo exija el interés general de la caja. No obstante, la validez de tal acuerdo requerirá tres elementos clave:

— “Que en la convocatoria del órgano se haya hecho constar la propuesta de supresión del derecho de suscripción preferente.

— Que en la estimación del valor económico y del importe de la prima de emisión a que se refiere el artículo 4 se incluya una estimación del valor teórico de los derechos que se pretenden suprimir.

— La aprobación, en caso de que exista, del sindicato de cuotapartícipes”.

⁽⁸⁾ Recoge este artículo los supuestos de amortización. Se indica, en su número 1, que “...La amortización de las cuotas en casos diferentes a los previstos en el último párrafo del apartado 4 del artículo 7 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, y en el apartado siguiente, requerirá

II. ANÁLISIS Y ESTUDIO DEL TEXTO

Al comenzar la fundamentación de derecho los recurrentes establecieron una serie de elementos esenciales en lo que respecta al análisis de la impugnación realizada.

En *primer lugar* se señala que las cuotas, en tanto aportaciones dinerarias de duración indefinida, son una fórmula para que las cajas de ahorros puedan captar recursos financieros en el mercado; captación que ha de someterse a un régimen jurídico de derechos y obligaciones⁽⁹⁾ que no ha de implicar para las cajas una situación privilegiada respecto al resto de entidades crediticias, sin desnaturalizar su propia naturaleza⁽¹⁰⁾.

Igualmente, se indica, en *segundo lugar*, que aun cuando las cuotas participativas tienen su propio régimen jurídico, en virtud del **artículo 2.1** del **RD 302/2004**, “*adicionalmente se regirán por el régimen de las acciones contenido*

el correspondiente acuerdo de la asamblea general de la caja así como el cumplimiento de las garantías y plazos previstos en la Ley de Sociedades Anónimas para los acuerdos de reducción de capital. El acuerdo deberá obtener la autorización del Banco de España para su ejecución así como la aprobación del sindicato de cuotaparticipes, en caso de que éste exista”.

⁽⁹⁾ Este régimen jurídico se configura como un marco en continuo proceso de desarrollo, máxime si observamos la realidad existente en los países de nuestro entorno. Destaca la obra de PEINADO GRACIA, J.I., “Apuntes para la reforma de las cajas de ahorros y los recursos propios”, *Banca, Borsa, Titoli di Credito*, núm. 2002-6, pp. 793-806.

⁽¹⁰⁾ Realizada esta afirmación, conviene transcribir en este punto lo indicado en el Preámbulo del **RD 664/1990**, de Cuotas Participativas —el texto anteriormente vigente—, que señalaba que “...estamos ante valores negociables nominativos que van a permitir la suficiente dotación de los recursos propios de las Cajas de Ahorro en orden a asegurar condiciones básicas de **competencia homogénea** con otras entidades de depósito”. Igualmente, y en lo que respecta al texto legal recurrido, en relación a la justificación o motivación para proceder a la regulación de las cuotas participativas, es de gran interés la lectura del **Dictamen de la Comisión de Economía, Comercio y Turismo**, aprobado el 7 de octubre de 2002, y publicado en el *Diario de Sesiones* del Senado al día siguiente, en relación a la tarea de Dictaminar el Proyecto de Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. En efecto, y en el turno de exposición del Grupo Parlamentario Popular, éste, a través del Sr. Sánchez Sánchez-Seco, indicó que “...se va recuperar un nuevo instrumento de captación de recursos para estas entidades —las cajas de ahorros—, que ya representan más del 50 por ciento del sistema financiero español, como son las cuotas participativas. Un instrumento que se creó —hay que recordarlo— en 1988 a través de la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, y que se desarrolló posteriormente a través del RD 664/1990, pero que necesitaba de una adecuada regulación como la que precisamente ahora se lleva a cabo a través de este proyecto de ley. Estas cuotas participativas son títulos sin derechos políticos emitidos por cajas de ahorros, que podrán negociarse en los mercados secundarios... y que no podrán ser adquiridas, ni directa ni indirectamente, en más de un cinco por ciento por ninguna persona, natural o jurídica, ni grupo económico. Por tanto, nos encontramos ante un proyecto de ley que pretende ayudar... a la financiación de las cajas de ahorros...”. Vid. dicho *Diario de Sesiones*, número 335.

en las secciones 2.ª, 3.ª y 4.ª del capítulo IV del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1986, de 22 de diciembre”.

Por último, en *tercer lugar*, se manifiesta que en el desarrollo normativo del sindicato de cuotapartícipes el titular de la potestad reglamentaria ha tomado como referencia el régimen previsto para la asamblea de obligacionistas en el Capítulo X de la Ley de Sociedades Anónimas⁽¹¹⁾.

Se observa cómo el elemento esencial, premisa casi básica del recurso interpuesto, va a ser la existencia del sindicato de cuotapartícipes —cuya creación es potestativa de la caja de ahorros emisora⁽¹²⁾— y, fundamentalmente, la configuración de los derechos de éstos. Y sobre éste, van a girar los elementos clave de la fundamentación del recurso. En este sentido, a continuación vamos a diferenciar distintos apartados según los elementos recurridos.

1. Último inciso del apartado 2 del artículo 7

En relación a este texto, manifestaban los recurrentes que no existía razón alguna para que los titulares de las cuotas participativas tengan un *derecho de información separada, distinto y más exigente* hacia la Asamblea de la caja que el resto de los grupos que componen sus órganos de gobierno. Desde nuestro punto de vista se ha de considerar que dicho razonamiento carece de fundamento, habida cuenta de que se extiende a él, en lo que respecta a su composición y funcionamiento, la pléyade de potestades inherentes al mismo, tal como lo conocemos en el ámbito de las obligaciones; máxime si consideramos que esta obli-

(11) Incluso, consideramos que habría de remontarse a 1964. En efecto, en el *preámbulo* de la Ley de 24 de diciembre de 1964, número 211/64, de la Jefatura del Estado —publicada en la Gaceta de 28 de diciembre de 1964, número 311— citada norma se indica que se “...hace necesaria la extensión del Sindicato de Obligacionistas regulado en la Ley de Sociedades Anónimas a las emisiones de obligaciones que realicen las Sociedades de otra clase, o las Asociaciones y demás personas jurídicas, toda vez que tales órganos serán para los obligacionistas el mejor medio de defensa colectivo frente a la misma entidad emisora o ante otros centros administrativos o jurisdiccionales. A través del Sindicato se armonizarán y unificarán intereses homogéneos, antes dispersos; se abrirán cauces jurídicos para la adopción de nuevos acuerdos o modificación de los existentes y sustitución o ampliación de garantías y, en general, se facilitará la gestión de aquellas resoluciones colectivas que en determinados momentos o circunstancias sean necesarias y útiles a las personas interesadas”.

(12) El artículo 7 del RD 302/2004 indica que la creación del sindicato de cuotapartícipes “...podrá acordarse tanto por la Asamblea General como por el Consejo de Administración de la caja, si aquella le hubiese delegado tal potestad”.

gación de información respecto a la caja de ahorros emisora es manifestación clara de las obligaciones recogidas en el conocido *Informe Aldama* ⁽¹³⁾.

De la lectura de la fundamentación del recurso se pone de manifiesto que, para los recurrentes, el texto positivo del Real Decreto recurrido provoca cierta preocupación, en lo que respecta a las atribuciones otorgadas al Presidente del Sindicato de Cuotapartícipes. Efectivamente, se otorgan importantes potestades al Presidente del Sindicato, como ya de hecho se observa en los Sindicatos de Obligacionistas, presentes desde hace tiempo en las Cajas de Ahorros. El *Presidente* va a ostentar la representación del Sindicato, instrumentalizándose como su interlocutor frente a la caja de ahorros emisora, así como frente a otras instituciones y personalidades. Él, *per se*, puede proceder a solicitar la convocatoria de la Asamblea, siempre que cuente con el respaldo de un determinado número de cuotasapartícipes —normalmente (y así es observable en los reglamentos de sindicatos de obligacionistas consultados) la quinta parte—. Será nombrado por la Asamblea General de cuotasapartícipes, ejerciendo su cargo en tanto no sea removido por ésta. Él será el encargado de llevar las cuentas del Sindicato, sometiénolas a la aprobación de la Asamblea General de cuotasapartícipes. Igualmente, estimamos que habría de poder asistir a las deliberaciones de la Asamblea General de la caja de ahorros emisora, con voz y sin voto. Cada miembro del Sindicato tendría derecho a un voto —según el número de cuotas poseídas—, vinculando los acuerdos adoptados a todos los cuotasapartícipes, in-

(13) Muy relacionado con este tema se encuentra el de la necesaria “claridad” y transparencia en la gestión de las cajas, consecuencia o derivación necesaria del *Informe Aldama*. Básicamente, se persigue la necesidad de establecer las bases de un buen gobierno corporativo, y que la actuación del mismo sea conocida por los potenciales suscriptores / “propietarios” de títulos de la entidad. En este sentido, hemos de indicar que en la *Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y en el TR de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por RD 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas* —BOE de 18 de julio de 2003—, se hace referencia a las citadas obligaciones para con las Cajas de Ahorros. En efecto, el Grupo Parlamentario Popular introdujo una enmienda, la n.º 92, al texto del proyecto de ley remitido por el Congreso, mediante el que se crea la **disposición adicional segunda**, que va a establecer la obligación de elaborar y presentar un Informe Anual de Gobierno Corporativo, obligación esta que se extiende a todas las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, detallándose el contenido del mismo. Claramente se establece una obligación para la caja emisora de cuotas, en orden a garantizar la publicidad de su gestión, transparencia y profesionalidad, conocimientos estos que han de tener, evidentemente, aquellos inversores que van a adquirir títulos representativos de RR.PP. de la entidad, y cuyos beneficios van a depender de la marcha y funcionamiento, profesional, de la entidad emisora. En dicha norma se enumera el contenido mínimo de tal informe, que además de lo señalado hace referencia a porcentaje de participación de directivos en los títulos, remuneración de éstos, etc.

cluidos los no presentes, si bien podrían ser impugnados en los mismos casos que señalan los **artículos 115 y ss.** de la Ley de Sociedades Anónimas.

2. Último inciso del apartado 3 del artículo 7

Respecto a este apartado, manifestaban los recurrentes que se configuraba un derecho de información separada que da preeminencia a los cuotapartícipes respecto de los demás interesados y *partícipes en el capital de la caja*⁽¹⁴⁾.

Teniendo en cuenta lo indicado en el punto anterior, la argumentación de los recurrentes resulta infundada, en tanto consideramos que no existe “exceso de ninguna especie” en la regulación del derecho a la información. En efecto, manifiesta la Sala que no puede considerarse “ilegal” una disposición que prevé que quien, de manera legítima, asiste a una asamblea solicite una determinada información. Además, resulta verdaderamente incongruente que se alegue tal fundamentación cuando, desde hace tiempo, este mismo derecho se contiene en las normas de la *Ley de Sociedades Anónimas* relativas al Comisario Presidente del Sindicato de Obligacionistas, observándose en la realidad cotidiana de las cajas de ahorros emisoras de obligaciones⁽¹⁵⁾. Este derecho de información es tal que incluso se viene observando en los sindicatos de titulares de participaciones preferentes, por lo que estamos ante un derecho otorgado a titulares de instrumentos de capital que van a configurar los Recursos Propios de las Cajas

(14) La referencia realizada a los “*partícipes en el capital de la Caja*” consideramos que no es acertada, dada la configuración jurídica de las cajas de ahorros. Éstas carecen de accionistas o propietarios de capital. Más acertado hubiese sido hablar de los grupos de representación en los órganos rectores de éstas.

(15) Manifestación clara de las potestades atribuidas hace tiempo al Presidente del Sindicato de Obligacionistas —más extensas que las asignadas, por normativa, al Presidente del Sindicato de Cuotapartícipes— es el **artículo 22** del *Reglamento del Sindicato de Obligacionistas relativo a la 2.ª Emisión de Obligaciones Subordinadas de la Caja Rural Provincial de Jaén* —emisión realizada en el año 2000; folleto inscrito en la CNMV el 14 de septiembre de dicho año—, que enumera como facultades del Comisario las siguientes: “a) Ostentar la plena representación legal del Sindicato; b) Tutelar los intereses de los tenedores de las obligaciones; c) Ser el órgano de relación entre el Sindicato y la entidad; d) Ejercitar cuantas acciones correspondan al Sindicato; e) Convocar y presidir las asambleas generales del Sindicato; f) Informar a la entidad emisora de los acuerdos del sindicato; g) **Requerir a la entidad emisora los informes que, a su juicio, o al de la Asamblea General de obligacionistas interese a éstos**; h) Vigilar el pago de los intereses de los títulos y de su principal; i) **Examinar, por sí o por otra persona, los libros de la misma**; j) Ejecutar los acuerdos de la Asamblea General; k) Asistir, con voz y sin voto, a las reuniones del Consejo Rector de la Caja Rural Provincial de Jaén; l) Ejercitar cuantas facultades le hayan sido conferidas en la escritura de emisión o atribuidas por la Asamblea General de obligacionistas.

de Ahorros, en idéntico nivel al de las cuotas participativas⁽¹⁶⁾. Resulta evidente que el hecho de configurar la citada exigencia de información no supone preeminencia respecto de quienes integran los grupos de representación en los órganos rectores, “...sino de la configuración clara de unos legítimos intereses respecto a quienes financian con sus aportaciones dinerarias parte de los recursos propios de las Cajas de Ahorros”⁽¹⁷⁾. Estimamos que nos encontramos ante un Derecho de Información básico, esencial, totalmente válido, en tanto en cuanto se configura como un elemento más en el proceso de configurar las cuotas como instrumentos que van a permitir —recordémoslo— captar recursos propios y competir en condiciones homogéneas en el mercado, junto con el resto de los actores del panorama financiero y bancario⁽¹⁸⁾.

3. Segundo párrafo del apartado 3 del artículo 7 y apartado 2.c) del artículo 10

En lo que respecta al primer punto objeto de recurso, es desestimado de manera significativa por el tribunal, algo que es del todo lógico⁽¹⁹⁾. El propio

(16) Recordemos que el **artículo 7** de la Ley 13/1985 establece como recursos propios de las Cajas de Ahorro:

- Fondo Fundacional.
- *Cuotas Participativas*.
- Reservas.
- Fondos y Provisiones genéricos.
- Fondo de la Obra Benéfico Social.
- *Participaciones Preferentes*.
- *Deuda Subordinada*.

Las participaciones preferentes encontraron su primera regulación específica en la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención de blanqueo de capitales, publicada en el BOE n.º 160, de 5 de julio de 2003.

(17) Manifestación literal del Tribunal.

(18) Como se observa de la lectura del citado texto no se trata de una lista cerrada, sino abierta, por lo que pueden ser múltiples los elementos de información hacia los cuotapartícipes. En general estimamos que estos habrán de ser informados de cualquier hecho que afecte al desarrollo normal de la entidad, y en general se les deberá suministrar la misma información que a los miembros de la Asamblea General de la entidad.

(19) Recordemos que el texto del **artículo 7.3** señala que “...Cuando la asamblea haya de tratar o acordar asuntos relativos a las modificaciones de las características de las cuotas, tales como la supresión del derecho de suscripción preferente, su amortización u otros de trascendencia análoga a juicio del presidente, deberá ser convocada mediante anuncio publicado en el Registro Mercantil, en el boletín oficial de la comunidad autónoma correspondiente y en uno de los diarios de mayor circulación de ámbito nacional, con una antelación de, al menos, 15 días a la fecha de la reunión”.

hecho de que el legislador establezca una previsión clara del Sindicato de Cuotapartícipes para que éste pueda tratar de cuestiones que les afecten es del todo “irreprochable” jurídicamente. A partir de esta premisa, el que la Asamblea del Sindicato haya de convocarse en los términos fijados por el precepto impugnado tampoco incurre en *ilegalidad* alguna, manifestación ésta del todo lógica, habida cuenta de que la aplicación analógica de esta norma, en el entorno y realidad del resto de titulares de instrumentos financieros representativos de capital, es absoluta y unánime.

Respecto al segundo apartado recurrido, estudiado en este punto —**apartado 2.c) del artículo 10**—, y como señalábamos anteriormente, este precepto regula el ejercicio del derecho de suscripción preferente por parte de los titulares de las cuotas participativas. Consideraban los recurrentes que la necesidad de que exista aprobación del Sindicato de Cuotapartícipes para que la caja de ahorros emisora de los citados títulos pueda suprimir el ejercicio de este derecho *no es jurídicamente aceptable*, en tanto en cuanto tal potestad ha de estar en manos, de manera exclusiva, de la **Asamblea General**, sin que pueda ser preceptiva la aprobación del citado sindicato, señalando además que el *TRLSA* no contiene previsión similar, ni para el caso de los obligacionistas ni para los titulares de las acciones sin voto⁽²⁰⁾.

En este punto, y como primer elemento a señalar, se ha de indicar que discrepamos totalmente de tal afirmación. La concesión de tal potestad sobre los derechos patrimoniales de los titulares de las cuotas, reconocidos como contenido mínimo en el propio texto legal, atribuida además por una disposición reglamentaria a un órgano específico de la caja emisora de cuotas, órgano éste en el que los afectados carecen de representación alguna, resulta, a nuestro juicio, excesiva, máxime cuando no se realiza contraprestación económica alguna y además se invoca para su ejercicio concepto tan amplio, indeterminado y provocador de cierta *inseguridad jurídica* como es el “interés” de la entidad emisora⁽²¹⁾.

⁽²⁰⁾ Se debe indicar que el texto objeto de recurso no figuraba, inicialmente, en los primeros borradores del proyecto del Real Decreto, siendo apoyada su introducción por la *Confederación Española de Cajas de Ahorros*, según se observa en el expediente de elaboración.

⁽²¹⁾ Además, consideramos que el reconocer la posibilidad de que se pueda disminuir el valor patrimonial de las cuotas emitidas por parte de la propia entidad emisora va a suponer dejar a favor de ésta, sujeto obligado, el contenido patrimonial de la relación obligacional que va a unir a emisor y tenedor de cuotas, lo que choca con los principios básicos existentes en esta materia. Debemos añadir que el propio *Banco de España*, en las alegaciones realizadas al proyecto de Real Decreto, de fecha 1 de octubre de 2003, señalaba que “...*Una de las condiciones esenciales para favorecer el éxito de este nuevo instrumento de capital es que el desarrollo reglamentario que ahora se aborda, al mismo tiempo que respeta las condiciones esenciales*”

Toma gran importancia, llegado este punto, lo preceptuado en el **artículo 7.4.b)** de la Ley 13/1985, según redacción dada por la Ley 44/2002. Esta norma señala como derecho de carácter económico de los titulares de las cuotas la suscripción preferente de estas, sin perjuicio de su “...supresión en los términos legalmente previstos”. A este precepto, por su relación directa con el objeto del recurso —en este punto— se refiere el tribunal. En efecto, el legislador indica que este derecho podrá ser suprimido *en los términos legalmente previstos*. Ahora bien, ¿cuáles son esos términos?; un primer supuesto vendría dado por los casos recogidos en el ordenamiento jurídico para el resto de entidades mercantiles, sin perjuicio de la regulación que de la materia realice el legislador, por habilitación del propio texto normativo —**artículo 7.12** Ley 13/1985—⁽²²⁾. Con la nueva redacción legal se persigue una eliminación del amplio marco casuístico y, si se nos permite, eminentemente subjetivo, que la caja de ahorros emisora de cuotas podía articular para suprimir el ejercicio de tan trascendental derecho ⁽²³⁾.

En este sentido, el Abogado del Estado señaló que con esta disposición el legislador remite a la *Ley de Sociedades Anónimas*; esto es, las condiciones para la supresión del derecho de suscripción preferente de cuotas participativas serían las previstas en la citada ley, cuyo **artículo 159** lleva por rúbrica la exclusión del derecho de suscripción preferente, y cuyo **artículo 144** exige el acuerdo de la mayoría de las acciones pertenecientes a la clase afectada para la aprobación de modificaciones estatutarias que lesionen directa o indirectamen-

fijadas por la Ley (ausencia de derechos políticos y retribución en manos de la caja) no agrave, e incluso minimice en lo posible, el desequilibrio fundamental entre los derechos de la caja y los partícipes que reflejan aquellas condiciones. Un aumento en ese desequilibrio encarecería la captación de estos recursos e incluso podría eliminar a los inversores institucionales de los posibles interesados, poniendo en peligro la liquidez del instrumento y con ella todo el esquema legal diseñado. Por ello no parece adecuado que [...] se permita a la caja, sin contar necesariamente con los partícipes: suprimir su derecho de suscripción preferente (artículo 10); amortizar anticipadamente las cuotas (artículo 12); o distribuir su fondo de reserva (artículo 14.2)”.

(22) Se ha de indicar que la anterior redacción del ya derogado RD 664/1990 se refería a que en aquellos casos en los que el “*interés de la Caja de Ahorros emisora así lo exija*”, este órgano podrá acordar la supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente, sin necesidad de acudir al procedimiento que el **artículo 4** del citado RD establecía para proceder a la modificación de las características de las cuotas participativas —procedimiento este especialmente significativo y “oneroso” para la entidad emisora—.

(23) Este objetivo es claramente observable en toda la Ley 44/2002, Ley “Financiera”. En este sentido, el legislador introduce una nueva regulación de las limitaciones al ejercicio de este derecho, pero eliminando casuística específica, y reforzando los mecanismos de control y seguridad de tal actividad. Véase, en este sentido, el **artículo 159** del RD 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, precepto modificado por la disposición adicional novena de la citada ley.

te los derechos de dicha clase de acciones⁽²⁴⁾. Vemos cómo la exclusión de este derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas va a requerir un acuerdo de la Junta General. En las cajas de ahorros, por el contrario, los cotapartícipes carecen de todo derecho de voto sobre las decisiones que dichas entidades adopten, por lo que no pueden predeterminar negativamente el contenido de aquellas, como sucedería a tenor del precepto impugnado, que exige su aprobación previa cuando las cajas de ahorros pretendan excluir el derecho de suscripción preferente de nuevas cuotas.

Ahora bien, aunque los titulares de cuotas ostentan el derecho de suscripción preferente de las nuevas cuotas, lo cierto es que la supresión de ese derecho en emisiones futuras no debe depender de ellos mismos si, como quiere la ley, carecen de todo poder decisorio respecto de la voluntad corporativa de las cajas de ahorros que han de adoptar el acuerdo correspondiente. Consecuentemente —y así lo manifiesta el Tribunal— el reglamento impugnado no puede subordinar la voluntad de los órganos de gobierno de las cajas de ahorros a la voluntad de los cotapartícipes⁽²⁵⁾. A pesar de la vinculación jurídica que se pretende establecer, por la parte recurrida, entre la aplicación analógica del TRLSA y el Real Decreto 302/2004, afirma la Sala del Tribunal que “...*la decisión de excluir el derecho de suscripción preferente de cuotas participativas no puede sujetarse a los mismos cánones que el de las acciones cuyos titulares tienen el derecho de votar en las juntas generales de las sociedades anónimas. La asimilación de regímenes jurídicos requeriría una decisión del legislador en estos términos*”. Además, afirma el Tribunal que no es posible que el Real Decreto pueda atribuir al Sindicato de cotapartícipes facultades de veto que la Ley de

(24) Idéntica tesis fue la mantenida por la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

(25) Continúa el Alto Tribunal señalando que estos titulares de cuotas, por demás, “...*han suscrito las cuotas sabiendo ya desde un primer momento —porque así ha de constar en los anuncios de la emisión— que el derecho de suscripción preferente puede ceder ante el interés general de la caja emisora, apreciado por el órgano emisor, cuando dicho interés así lo exija*”. En este sentido, afirmaba la Confederación Española de Cajas de Ahorros que, de no reconocerse dicha facultad, la “*efectividad del derecho previsto en la Ley se haría depender, totalmente y en última instancia, de la voluntad de un tercero cuyos intereses no tienen por qué coincidir con la de sus titulares*”. Manifestaba, igualmente, que la exclusión de este derecho de suscripción se aproximaría a una modificación estatutaria perjudicial para una determinada “clase de acciones”. En tal hipótesis, dado que el **artículo 148** de la LSA exige que el acuerdo correspondiente de la Junta General cuente con este voto favorable, voto que correspondería al sindicato de cotapartícipes. Se trataría de “...*una previsión reglamentaria equivalente al mandato legal de que las modificaciones estatutarias perjudiciales para una clase de acciones cuenten con la aprobación de los accionistas perjudicados*”. Vid. **fundamentos de derecho octavo y noveno** de la STS estudiada.

Sociedades Anónimas no atribuye al Sindicato de obligacionistas, como sucede respecto de la exclusión del derecho de suscripción preferente en el supuesto de que una sociedad anónima tenga emitidas obligaciones convertibles, a tenor de la aplicación y observancia de los **artículos 293.3, 158 y 159.3** del TRLSA.

En este sentido, consideramos que la supresión de este apartado, y a pesar de la resolución del Alto Tribunal, no es especialmente adecuada. La aprobación previa por parte del Sindicato de Cuotapartícipes se va a configurar como un instrumento que “...arbitra el legislador para evitar conflictos entre estos y la propia entidad”. En efecto, en el supuesto de que la Asamblea General adoptase acuerdos que los titulares de las cuotas considerasen lesivos para sus intereses —como podría ser, evidentemente, la exclusión del derecho de suscripción preferente— la única vía para poder restituir a estos en el pleno ejercicio de sus derechos sería el recurso a los órganos jurisdiccionales. Además, y según hemos expuesto, no parece acorde con la propia naturaleza de una institución cuyo carácter esencial y exclusivo es patrimonial el que pueda minorarse discrecionalmente. Permitir tal reducción del valor patrimonial de las cuotas participativas —como evidentemente ocurriría al suprimir tal derecho—, por decisión de la entidad emisora, supone dejar en favor del sujeto obligado el concreto contenido patrimonial de la relación obligacional que liga a emisora y suscriptor, lo que choca con principios básicos en esta materia. Con esta limitación se configura no un derecho libre, sino uno que está totalmente supeditado a la decisión que la Asamblea General adopte respecto de su ejercicio, sobre la base de algo tan vago, amplio y difuso como es el interés de la Caja de Ahorros. Nos encontraríamos, con relación a la última limitación señalada, ante una potestad destinada, tal como señala el Prof. Santiago CARBÓ⁽²⁶⁾, a limitar la concentración significativa de cuotas participativas en determinados sujetos, ya sean personas físicas o jurídicas, ya que la posesión de un importante conjunto de derechos económicos provoca necesariamente la asunción de un papel altamente significativo en los círculos de gobierno o decisión de una entidad financiera⁽²⁷⁾.

(26) Vid. CARBÓ VALVERDE, S., “Las entidades financieras y la adecuación a los requisitos prudenciales de capital propio” *PSF* 1993, n.º 48, pp. 132-142.

(27) No estamos hablando de derechos políticos, pues las cuotas participativas carecen de ellos —por ahora—, sino de los llamados *Círculos Concéntricos de Poder Económico*, hoy día presentes no solo en las Cajas de Ahorro sino en cualquier entidad financiera, círculos estos culpables de la difuminación de los poderes fácticos —vid., en este sentido, NEGRI PISSANO, B., “Organización y poder en las cajas de ahorros italianas”, *Cassa Di Risparmio Di Milano*, Milán, 1998, pp. 215 y ss.—.

4. Último inciso del apartado 1 del artículo 12

Tal como señalábamos al comienzo de este estudio, éste es el último apartado impugnado por los recurrentes⁽²⁸⁾. Dado que en este artículo se regula la necesidad de que exista consentimiento del Sindicato de cuotapartícipes respecto a la posible amortización anticipada de las cuotas, en casos diferentes a los previstos en el **artículo 7.4** de la Ley 13/1985, los recurrentes reproducen en este sentido idéntica argumentación que en relación a lo previsto y manifestado en el apartado anterior. En este sentido, y con base en lo indicado, manifiesta el Tribunal que el sometimiento de la amortización anticipada de las cuotas participativas al cumplimiento de las garantías y plazos previstos en la Ley de Sociedades Anónimas para la reducción de capital implica que la aplicación de dichas normas no puede ir más allá de los límites establecidos en la Ley 44/2002 que impide otorgar derechos políticos a los titulares de las cuotas participativas. Por ello, este apartado queda sin efecto.

5. Voto particular

Por lo indicado hasta ahora, el Tribunal procedió a estimar el recurso de la parte actora respecto a la **letra c)** del **apartado 2** del **artículo 10**, así como respecto al inciso final del **apartado 1** del **artículo 12**⁽²⁹⁾. El Magistrado, Don Óscar González González procedió a dictar voto particular en cuanto a las nulidades mencionadas. Fundamentalmente, dicho Magistrado señala en su voto que la nulidad establecida supone una clara inoportunidad desde el punto de vista financiero, y jurídico. En este sentido, señala que la suscripción preferente

(28) Recordemos que este precepto señala que “...*La amortización de las cuotas en casos diferentes a los previstos en el último párrafo del apartado 4 del artículo 7 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, y en el apartado siguiente, requerirá el correspondiente acuerdo de la asamblea general de la caja así como el cumplimiento de las garantías y plazos previstos en la Ley de Sociedades Anónimas para los acuerdos de reducción de capital. El acuerdo deberá obtener la autorización del Banco de España para su ejecución así como la aprobación del sindicato de cuotapartícipes, en caso de que éste exista*”.

(29) En el **Número Segundo** del Fallo indica la Sala que se procede a “...*anular, por su disconformidad con el ordenamiento jurídico, los siguientes preceptos del citado Real Decreto:*

A) La letra c) del apartado 2 del artículo 10, que somete la validez del acuerdo de supresión del derecho de suscripción preferente de los cuotapartícipes a la ‘aprobación, en caso de que exista, del sindicato de cuotapartícipes’.

B) El inciso final del apartado 1 del artículo 12, que requiere la ‘aprobación del sindicato de cuotapartícipes, en caso de que éste exista’ para la amortización anticipada de las cuotas”.

es un derecho reconocido por una norma con rango de ley, cuya supresión solo es posible a través de una norma de igual jerarquía, señalando además que al suprimir los apartados citados el Tribunal permite la subsistencia de un precepto que regula la supresión del derecho sin la voluntad de sus titulares, lo que no “...es posible, porque ello correspondería en cualquier caso sólo al legislador, que es el que tiene la adecuada jerarquía para ello. En consecuencia, un precepto que es legal si se contempla en su conjunto, devendría ilegal si se le suprime el último párrafo. Ante esta disyuntiva, hubiese sido preferible, aunque tampoco comparto esta posición, la anulación total del precepto, como ya deja entrever el Consejo de Estado en su dictamen”.

III. CONCLUSIONES

Consideramos que con el Fallo dictado en fechas pasadas el Tribunal Supremo ha conseguido eliminar cualquier posibilidad de emisión inminente de cuotas participativas, máxime si además tenemos en cuenta que aún está pendiente por parte del legislador el *Reglamento de Emisión*, lo que evidentemente dota a la actual situación de cierta inseguridad jurídica, enemiga ésta de cualquier proceso de emisión.

En la sentencia hecha pública los magistrados anularon varios puntos del reglamento que rige este sistema de participaciones, al considerar que se les conceden a los titulares de las cuotas más facultades de las que disfrutaban los accionistas de cualquier sociedad anónima, pese a tratarse de títulos sin derechos políticos. Tal como se señala en el voto particular citado, la suscripción preferente es un derecho reconocido por una norma con rango de ley y, por tanto, no se puede anular en un Real Decreto. Además, tal como se indica, el Banco de España se manifestó en su momento contrario a la decisión que ha adoptado el Supremo porque entendía que si se limitaban los derechos de los cotapartícipes se reduciría el interés de los inversores institucionales por estos productos.

Resulta evidente que en el ámbito de las cajas, así como de la Confederación de las Cajas de Ahorros (CECA), se aguardaba este fallo con cierta expectación, dado que estimamos que de haberse *ratificado* el Real Decreto recurrido la mayoría de estas entidades habrían decidido reforzar su modelo de generación de recursos propios mediante la emisión de cuotas participativas, dada la situación actual de necesario incremento de recursos propios en la que se en-

cuentran la mayor parte de las cajas⁽³⁰⁾. Al no ocurrir así, consideramos probable que esta forma de participación en las cajas, que no parecía convencer a bastantes de ellas, quede reducida a la mínima expresión. En este sentido, no entendemos la causa de la desazón existente en un amplio sector financiero en relación a la posibilidad de que las cuotas se articulasen como vía para la denominada “privatización” de las cajas, máxime cuando el propio ordenamiento jurídico, en el **artículo 7.4** de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de inversión, Recursos Propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros⁽³¹⁾, establece un mecanismo especial de amortización mediata de las cuotas, que tiende a asegurar aún más la no “transformación” de las cajas a través de estos instrumentos financieros.

Con la sentencia dictada se ha reducido una de las pocas prerrogativas o derechos que ostentaban los titulares de las cuotas, por lo que si tenemos en cuenta que la creación del Sindicato de cuotapartícipes es potestad de la caja emisora, con este fallo tanto la posibilidad de emisión de tales títulos, como la aparición del Sindicato queda postergada a un momento futurible.

Llegado este punto, quizás sea deseable, o aconsejable, la elaboración por el legislador de un nuevo texto que configure, aunando todas las posiciones al respecto, un marco jurídico definitivo que permita la emisión de tales títulos de una manera completa, perfecta y financieramente articulable en el ámbito de los mercados actuales de negociación de valores⁽³²⁾; marco jurídico que además

(30) Básicamente consiguen incrementar sus recursos a través de las participaciones industriales, al haberse reducido al mínimo el margen ordinario derivado del negocio habitual de estas entidades. No obstante, este incremento de la cuenta de resultados vía participaciones empresariales está siendo objeto de una amplia controversia por parte de sus más directos competidores, los bancos, que está provocando duras presiones ante el Banco de España, ya que un importante sector considera que esta vía desvirtúa aún más, si cabe, la naturaleza jurídica de las cajas de ahorros, haciéndose valer éstas de una posición diferenciada en el mercado que les permite competir en una situación de desigualdad con respecto al resto de los actores del mercado.

(31) Señala este artículo, en su último apartado, que “...*Las Cajas de Ahorros habrán de consignar en la emisión de las cuotas participativas una cláusula de amortización automática para el supuesto de producirse una modificación del régimen jurídico relativo a los derechos políticos de los cuotapartícipes. La amortización a que se refiere el presente párrafo deberá llevarse a cabo de acuerdo con un plan específico, que deberá ser aprobado por el Banco de España, de modo que no se vea afectada la solvencia de la Entidad*”.

(32) No se ha de olvidar, en este sentido, que el reciente informe sobre cajas de ahorros del Fondo Monetario Internacional —“Spain: Financial Sector Assessment Program —Technical Note-Regulation, Supervision and Governance of the Spanish Cajas”; informe hecho público el mes de julio 2006— ha recomendado a las cajas de ahorros españolas el uso de este instrumento financiero, como elemento más aconsejable con su naturaleza jurídica. En este sentido, las CONCLUSIONES que respecto a las cajas establece el citado informe se recogen a continuación —por su importancia se transcriben literalmente—:

establezca las bases definitivas de la captación de Recursos Propios por parte de las cajas de ahorros y su configuración jurídica, teniendo en cuenta además el proceso de nuevo desarrollo autonómico en el que se encuentra nuestro país.

Igualmente, todo este proceso necesariamente habrá de verse potenciado por el proceso de “revisión” jurídica que de la estructura y funcionamiento de las Cajas de Ahorros europeas, y en especial de las españolas, ha realizado la Comisión Europea —comunicación de la Comisión COM (2007), 33 final⁽³³⁾—. Consecuencia del mismo, se ha puesto en marcha todo un proceso de discusión normativo-financiera en orden a la necesaria re-configuración de las cajas de ahorros.

-
- A pesar de las fortalezas generales del sistema de cajas de ahorros, la peculiar *estructura de las cajas —fundaciones sin propietarios— requiere medidas adecuadas para asegurar el buen gobierno y ayudarles a mantener una fuerte orientación de mercado. A este respecto contribuirían las siguientes acciones:*
 - Asegurar que las regulaciones de 2002 sobre gobierno corporativo son implementadas en su totalidad, reforzándolas en caso necesario, particularmente en lo referente a influencias externas en la toma de decisiones de las cajas.
 - **Promocionar nuevas formas de atraer capital de alta calidad, tales como las cuotas participativas.**
 - Permitir a las cajas fusionarse libremente dentro y fuera de sus CC.AA., contando con la regulación favorable del Banco de España sobre la viabilidad de la futura entidad fusionada.
 - Reducir con el tiempo el umbral de representación pública, actualmente situado en el 50%”.

(33) Emitido con fecha de 31 de enero de 2007.

NOTICIAS

1. DESARROLLO DE LA DIRECTIVA 2004/39/CE RELATIVA A LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS POR EL REGLAMENTO (CE) N.º 1287/2006 DE LA COMISIÓN Y POR LA DIRECTIVA 2006/73/CE DE LA COMISIÓN

1. Contexto normativo

La Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros (en adelante, DMIF) supuso una profunda modificación de la regulación comunitaria armonizada de los mercados de valores y de los intermediarios que actúan en ellos. En particular, amplió los sistemas tradicionales de concentración de órdenes en mercados regulados para dar cabida a otros sistemas de negociación de instrumentos financieros tales como los sistemas de negociación multilateral (SMN) y las empresas de inversión que actúen como internalizadores sistemáticos (ver nuestra noticia en esta *RDBB* 94, 2004, pp. 252 y ss.). Los efectos prácticos de este cambio de paradigma de negociación de valores se han podido comprobar recientemente cuando siete de los mayores bancos de inversión (Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley y UBS) han anunciado la creación de una plataforma de negociación de acciones europeas para competir con las bolsas tradicionales que experimentaron caídas muy apreciables en sus cotizaciones (ver *Expansión*, 16 de noviembre de 2006, p. 33).

Pues bien, la amplitud y complejidad de las reformas introducidas por la DMIF comportan un desarrollo en progresión geométrica por disposiciones comunitarias de inferior rango procedentes de la Comisión. En este sentido, no deja de suscitar nos cierta perplejidad el hecho de que las directrices del Derecho comunitario que aspiran a la economía y simplificación normativa se hayan reflejado, en el ámbito financiero, en una hiper-regulación de complejidad creciente y, en numerosas ocasiones, difícilmente comprensible.

En concreto, damos noticia de dos de estas disposiciones que desarrollan distintos preceptos de la DMIF.

2. El Reglamento (CE) núm. 1287/2006 de la Comisión

El “Reglamento (CE) núm. 1287/2006 de la Comisión de 10 de agosto de 2006 por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar

un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva” (DOUE 2-9-2006 L241/1 y ss.) tiene por objeto establecer normas detalladas para la aplicación de los artículos 4, 13, 25, 27, 28, 29, 30, 40, 44, 45, 56 y 58 de la DMIF (art. 1).

El contenido de este Reglamento —que entró en vigor el vigésimo día siguiente a su publicación en el DOUE (art. 41)— se ordena en dos tipos de disposiciones:

En primer lugar, las disposiciones generales de su capítulo I que, junto a su objeto y ámbito de aplicación (art. 1), recogen definiciones específicamente aplicables a él (art. 2) y otras normas de aplicación general como las relativas a las operaciones relacionadas con una acción concreta en una operación de cartera y operaciones a precio medio ponderado por volumen (art. 3), las referencias al día de negociación (art. 4), las referencias a la operación (art. 5) y a la primera admisión a negociación en un mercado regulado (art. 6).

En segundo lugar, el Reglamento se ocupa de desarrollar los siguientes aspectos de la DMIF:

a) En el capítulo II, los registros de órdenes de clientes y de decisiones de negociar y de operaciones previstos en el art. 13.6 de la DMIF (arts. 7 y 8).

b) En el capítulo III, la información sobre las operaciones que deben dar las empresas de inversión que ejecuten dichas operaciones en cualquier instrumento financiero admitido a cotización en un mercado regulado conforme a los arts. 25.3 y 5, 58.1 y 56.2 de la DMIF, precisando aspectos tales como la determinación principal o alternativa del mercado más importante en términos de liquidez (arts. 9 y 10), la lista de instrumentos financieros (art. 11), los canales de información (art. 12), el contenido del informe sobre las operaciones (art. 13), el intercambio de información sobre las operaciones (art. 14), la solicitud de cooperación e intercambio de información (art. 15) y la determinación de la importancia sustancial de las operaciones de un mercado regulado en un Estado miembro de acogida (art. 16). Téngase en cuenta que los Anexos I y II del Reglamento contienen diversos cuadros sobre la forma de dar la información prevista.

c) En el capítulo IV, la transparencia del mercado diferenciando el momento y los mecanismos de contratación en que ha de producirse dicha transparencia de modo tal que se distingue la transparencia prenegociación para los mercados regulados y los SMN (sección 1, arts. 17 a 20), la transparencia prenegociación para los internalizadores sistemáticos (sección 2, arts. 21 a 26), la transparencia postnegociación para los mercados regulados, SMN y empresas de inversión (sección 3, arts. 27 y 28) y las disposiciones comunes a la transparencia prenegociación y postnegociación (sección 4, arts. 29 a 34).

d) En el capítulo V, la admisión a negociación de instrumentos financieros adaptando los requisitos previstos en el art. 40 de la DMIF a los valores negociables, las participaciones en organismos de inversión colectiva y los derivados (arts. 35 a 37).

e) En el capítulo VI, las características de los instrumentos financieros derivados previstos en el art. 4 de la DMIF (arts. 38 y 39).

Por último, se prevé el reexamen de ciertas definiciones por la Comisión, tras consulta con el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores (art. 40).

3. La Directiva 2006/73/CE de la Comisión

La “Directiva 2006/73/CE de la Comisión de 10 de agosto de 2006 por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva” (DOUE 2 de septiembre de 2006 L241/26 y ss.) tiene por objeto establecer las disposiciones de aplicación de los artículos 4, 13, 18, 19, 21, 22 y 24 de la DMIF (art. 1).

De forma semejante al Reglamento que hemos reseñado, el contenido de esta Directiva —que entró en vigor el vigésimo día siguiente a su publicación en el DOUE (art. 54) y que los Estados miembros deberán adoptar a partir del 1 de noviembre de 2007 (art. 53)— se distribuye en dos grandes apartados:

En primer lugar, las disposiciones generales que tratan de su objeto y ámbito de aplicación (art. 1), de las definiciones (art. 2) y de las condiciones aplicables a la provisión de información (art. 3) y de los requisitos adicionales aplicables a las empresas de inversión en determinados casos (art. 4).

En segundo lugar, la Directiva se ocupa de desarrollar dos aspectos de la DMIF referentes a la estructura y funcionamiento de las empresas de inversión:

a) En cuanto a su estructura, el capítulo II desarrolla los requisitos organizativos referentes a su organización con carácter general, ocupándose, en la sección 1, de los requisitos generales de dicha organización, de los procedimientos de detección del riesgo de incumplimiento, de los procedimientos y políticas de gestión de riesgos, de la auditoría interna, del tratamiento de las reclamaciones y del significado de operación personal (arts. 5 a 12); en la sección 2, de la externalización, precisando el significado de funciones operativas esenciales e importantes, las condiciones para externalizar dichas funciones o servicios o actividades de inversión y de los prestadores de servicios situados en terceros países (arts. 13 a 16); en la sección 3, de la protección de los activos de

los clientes, distinguiendo los mecanismos de protección de los instrumentos financieros y de los fondos de los clientes, el depósito de instrumentos financieros y de fondos de los clientes y las condiciones de utilización admisible de los instrumentos financieros de los clientes (arts. 17 a 20); y en la sección 4, de los conflictos de intereses, identificando los conflictos potencialmente perjudiciales para los clientes y determinando la política de gestión de dichos conflictos, el registro de servicios o actividades que los pueden originar y otros aspectos de los informes de inversiones (arts. 21 a 25).

b) En cuanto a las funciones, el capítulo III desarrolla las condiciones de funcionamiento aplicables a las empresas de inversión, ocupándose, en concreto, de los incentivos (sección 1.^a, art. 26), de la información a clientes y posibles clientes (sección 2.^a, arts. 27 a 34), de la evaluación de la idoneidad y conveniencia de la operativa con los distintos tipos de clientes (sección 3.^a, arts. 35 a 39), de la información a los clientes, especialmente sobre gestión de cartera (sección 4.^a, arts. 40 a 43), de los criterios de ejecución óptima de las órdenes de los clientes (sección 5.^a, arts. 44 a 46), de la tramitación de órdenes de clientes (sección 6.^a, art. 47 a 49), de las contrapartes elegibles (sección 7.^a, art. 50) y del mantenimiento de los registros (sección 8.^a, art. 51).

Alberto Javier Tapia Hermida

2. LAS SOCIEDADES DE RESPONSABILIDAD LIMITADA PODRÁN CREARSE A TRAVÉS DE INTERNET MEDIANTE EL DOCUMENTO ÚNICO ELECTRÓNICO

El pasado mes de marzo entró en vigor el Real Decreto 1332/2006, de 21 de noviembre, por el que se regulan las especificaciones y condiciones para el empleo del Documento Único Electrónico (DUE) para la constitución y puesta en marcha de sociedades de responsabilidad limitada mediante el sistema de tramitación telemática. El objetivo de esta norma es ofrecer la posibilidad de constituir sociedades limitadas a través de Internet, y simplificar con ello los trámites requeridos hasta el momento y reducir los plazos efectivos para la constitución de este tipo de sociedades.

La nueva iniciativa se articula sobre la base de la utilización del Documento Único Electrónico (DUE) y la intervención de los puntos de asesoramiento e inicio de tramitación (PAIT). El DUE es un instrumento de naturaleza telemáti-

ca en el que se incluyen todos los datos referentes a la sociedad limitada y que, de acuerdo con la legislación actual, deben remitirse a los registros jurídicos y las Administraciones públicas competentes para la constitución de la sociedad y para el cumplimiento de las obligaciones en materia tributaria y de seguridad social. Por su parte, los PAIT son puntos de orientación y ayuda a los empresarios para la tramitación de los nuevos datos. En su conjunto constituyen el Centro de Información y Red de Creación de Empresas (CIRCE) y se encuentran coordinados mediante el denominado sistema de tramitación telemática (STT), que permite a las distintas instancias administrativas que intervienen en el proceso de constitución de sociedades compartir la misma información de manera instantánea. El DUE, los PAIT y el CIRCE fueron inicialmente regulados por el Real Decreto 682/2003, de 7 de junio.

De manera particular, el nuevo Real Decreto permite a los empresarios constituir una sociedad limitada en un periodo mínimo estipulado de 72 horas. A partir de ahora, solamente habrá de acudir a un PAIT con la documentación prevista en los Anexos I-III del Real Decreto 682/2003, de 7 de junio —tal y como ha sido modificado por el nuevo Real Decreto 1332/2006—, y posteriormente al Notario para el otorgamiento de la escritura pública. Es conveniente apuntar, no obstante, que las disposiciones de este Real Decreto no alteran las normas relativas a la tramitación administrativa no telemática para la constitución y puesta en marcha de las sociedades limitadas.

La posibilidad de constituir sociedades telemáticamente aparecía prevista en la Disposición Adicional Octava de la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada, introducida por la Ley 7/2003, de 1 de abril, de la Sociedad Limitada Nueva Empresa, que prevé que reglamentariamente se establezcan las especificaciones y condiciones para el empleo del Documento Único Electrónico para la constitución de cualquier forma societaria.

Esta medida responde, en primer lugar, a la necesidad de reducir los tiempos de creación de nuevas empresas, fundamentalmente PYMES, que son un elemento esencial en la economía española y europea. En segundo lugar, la norma pretende transponer los criterios de modernización de las Administraciones Públicas establecidos por la Comisión Europea, que incorporan a nuestro ordenamiento nuevos estándares de eficacia administrativa recogidos por la nueva corriente de actuación denominada con los términos anglosajones “*New Public Management*”.

Juan Ignacio Signes de Mesa

3. NUEVAS EXIGENCIAS INFORMATIVAS PARA LAS TRANSFERENCIAS DE FONDOS COMUNITARIAS

La Unión Europea aprobó a finales del año 2006 un nuevo Reglamento destinado principalmente a imponer un mejor o mayor control de la información acerca de transferencias de fondos producidas en el seno de la Unión Europea. Es un hecho conocido que el legislador europeo ha venido impulsando múltiples disposiciones destinadas a combatir la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales. El antecedente más inmediato del Reglamento que ahora comentamos está constituido por la Directiva 2005/60/CE de 25 de noviembre de 2005. Ahora, en un paso más en la misma dirección, se ha aprobado el Reglamento 1781/2006, de 15 de noviembre de 2006, relativo a la información sobre los ordenantes que acompañan las transferencias de fondos (v. DOUE L núm. 245, de 8 de diciembre de 2006, p. 1 y ss.).

El Reglamento explica claramente que comparte la preocupación por que los flujos de dinero negro vinculados con actividades delictivas y terroristas a través de transferencias de fondos tengan un perjuicio considerable sobre la estabilidad y reputación del sector financiero. En línea con muchas otras medidas que han sido adoptadas a lo largo de los últimos años desde la Unión Europea y de naturaleza distinta, el presente Reglamento se centra en imponer una serie de medidas relativas a la identificación de quien ordena una transferencia de fondos. El ámbito de aplicación del Reglamento serán las transferencias de fondos en cualquier moneda que se envíen o reciban en entidades establecidas en la Unión Europea. Algunas modalidades de transferencia no se verán afectadas por las medidas impuestas por el Reglamento, principalmente en razón de la técnica utilizada para llevar a cabo la transferencia. Tal sucedería en el caso de transferencias de fondos en las que se utilizan tarjetas de crédito o débito o en las que se recurra al dinero electrónico, entre otras modalidades que el amplio artículo 3 del Reglamento excluye de su ámbito de aplicación.

En esencia, la principal innovación radica en imponer a los prestadores de servicios de pagos, es decir, cualquier tipo de entidad que participe en la prestación de servicio de transferencia de fondos, una información que el propio Reglamento pretende que sea completa sobre el ordenante. Esa información tiene un contenido mínimo: nombre, dirección y número de cuenta del ordenante. No se trata sólo de exigir esa información, sino, además, de que las prestadoras de esos servicios de pago deberán detectar y denunciar la falta de información sobre el ordenante. En definitiva, estamos ante la introducción de un deber de diligencia especialmente amplio que se impone a las entidades de crédito y demás prestadores de servicios de pagos en relación con aquellas transferencias de fondos en las que pueda faltar información o en las que la información facilitada pudiera ser incompleta. Junto a ese deber de diligencia, el Reglamen-

to contempla y perfila otros deberes que podríamos llamar accesorios o adicionales como son la cooperación entre entidades y el mantenimiento de la información recibida.

Alfonso Guilarte Gutiérrez

4. FRANCIA: JURISPRUDENCIA EN TORNO A LA RESPONSABILIDAD BANCARIA POR CONCESIÓN DE CRÉDITOS EXCESIVOS

Recientemente la *Chambre commerciale* de la Corte de Casación francesa ha acomodado su jurisprudencia a la que venía siguiendo la primera *Chambre civile* en aquellos casos en que un prestatario demanda a una entidad de crédito por haberle concedido un crédito considerado excesivo (*Cass. comm.*, 20 de junio de 2006).

De acuerdo con esa jurisprudencia se consagra un deber de avisar o “poner en guardia” (*devoir de mise en garde*) para la entidad de crédito, que se concreta, a su vez, en tres obligaciones distintas: el deber de informarse sobre las capacidades financieras del prestatario; el deber de no conceder un crédito excesivo de acuerdo con dichas capacidades; y el deber de advertir al prestatario, en todo caso, sobre los riesgos que se derivan de la falta de reembolso (*Cass. 1^{re} civ.*, 12 de julio de 2005).

La adopción de semejante línea jurisprudencial por la *Chambre commerciale* ha encontrado dificultades, en la medida en que tradicionalmente esta sala se había mostrado relictante al reconocimiento de tales deberes, incluso descartando cualquier tipo de responsabilidad para la banca (*Cass. comm.*, 26 de marzo de 2002).

En la nueva línea jurisprudencial que ahora se comenta, la *Chambre commerciale* ha precisado, con todo, que el deber de la entidad de crédito de avisar o “poner en guardia” a la contraparte de determinadas operaciones financieras se refiere únicamente a prestatarios no profesionales o “profanos”. Y en ese punto, no obstante la unificación indicada entre ambas cámaras, subsisten diferencias de parecer entre la jurisdicción civil y la comercial, cuando se procede a concretar lo que se entiende por prestatario “profano”, por ejemplo, al considerar la hipótesis de que dicho sujeto venga aconsejado por un familiar relacionado con el mundo de la banca o, simplemente, por un profesional de este sector.

Ante la primera posibilidad, es decir, el consejo por parte de algún familiar, o en general de cualquier persona próxima al prestatario, con conocimien-

tos que pudieran resultar de interés a la hora de emprender la operación financiera, cada una de las cámaras adopta una solución distinta: la primera *Chambre civile* no tiene en cuenta la profesión del padre del prestatario, pese a que se trate de un directivo de banca; la *Chambre commerciale*, por el contrario, descarta la existencia de un deber de “poner en guardia” cuando el cónyuge del prestatario ejerce una profesión similar.

Ahora bien, la *Chambre commerciale* ha reconocido incluso el deber de “poner en guardia” en el caso de una pareja de prestatarios “profanos”, pese a que habían recurrido a un comisionista o corredor (*Cass. comm.*, 20 de junio de 2006). En efecto, se considera que la intervención de dicho profesional no exonera a la entidad de crédito de responsabilidad ni obsta para que se siga considerando “profano” al prestatario, pero el comisionista se encuentra sujeto a las mismas obligaciones de control y de aviso (o puesta en guardia) que la entidad de crédito, y por consiguiente le corresponde parte de la responsabilidad en caso de que se conceda un crédito excesivo.

Por el contrario, la misma cámara ha apreciado que no concurre ese deber de “poner en guardia” en un supuesto en que el prestatario era un hombre de negocios que había actuado tanto en calidad de gerente de una SCI como de socio de una sociedad comercial (*Cass. comm.*, 7 de junio de 2006). En cualquier caso, la condición profesional en que dicho sujeto había intervenido no era el único elemento que se había tenido en cuenta: el prestatario había ocupado un papel preponderante en el diseño de la operación, de modo que no podía ignorar los riesgos inherentes a ésta; es decir, en sentido inverso, no podía alegar que la entidad de crédito disponía de información sobre su capacidad financiera o sobre los riesgos de la operación que él ignoraba.

David Pérez Millán

5. LA IMPLICACIÓN DE LOS TRABAJADORES DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA EUROPEA EN LA LEY 31/2006 DE TRANSPOSICIÓN DE LA DIRECTIVA EUROPEA

1. Introducción: el problema

Durante más de treinta años se estuvo discutiendo el Estatuto de la sociedad anónima europea. Hasta que no se encontró una solución de compromiso al problema de la implicación de los trabajadores en la Cumbre de Niza (diciem-

bre 2000) no se pudo aprobar. Despachada la “cuestión de los trabajadores” se deja expedito el camino para su aprobación, tanto de la parte societaria (constitución y funcionamiento de la sociedad) que tuvo lugar por el Reglamento núm. 2157/2001 del Consejo de 8 de octubre de 2001, como de la parte laboral (modalidades de implicación de los trabajadores) que se plasma en la Directiva 2001/86/CE del Consejo de 8 de octubre de 2001, que completa el estatuto de la sociedad anónima europea (conocida en todo el espacio europeo por sus siglas SE). La transposición de este última al ordenamiento español, que vencía el 8 de octubre de 2004, se ha llevado a cabo por la Ley 31/2006, de 18 de octubre de 2006, sobre implicación de los trabajadores en las sociedades anónimas y cooperativas europeas (BOE de 19 de octubre) y, en el ordenamiento español, debe entenderse como complemento inescindible del Reglamento 2157/2001 y de la Ley 19/2005, de 14 de noviembre, sobre la Sociedad anónima europea domiciliada en España, que introdujo el nuevo capítulo XII de la LSA (arts. 312-338). Nos referimos ahora solamente a la vertiente laboral de una sociedad anónima europea, preferentemente en la perspectiva de la que se domiciliará en España, dejando fuera de consideración la que podemos llamar vertiente societaria.

Con la Ley 31/2006 ingresa en nuestro ordenamiento un término nuevo, el de implicación de los trabajadores, que como género, incluye tres especies o modalidades de derechos de los trabajadores en relación con la marcha de la empresa: derechos de información, derechos de consulta y derechos de participación en sentido propio, entendida ahora la participación como el derecho a participar en los órganos de la sociedad titular jurídico de la empresa (derechos de elegir, designar, recomendar u oponerse al nombramiento de miembros del órgano de administración o de control). Más conforme a nuestra tradición hubiera sido utilizar como género el término participación y como especies los de información, consulta y cogestión.

La primera cuestión obligada es ¿por qué se ha tardado tanto en encontrar una solución a la implicación de los trabajadores? Nada se entiende si no se tiene en cuenta, en primer lugar, que existen diversidad de formas de implicación en los Estados miembros. Algunos ordenamientos, de acuerdo con su cultura sindical y su tradición de “democracia industrial”, por utilizar una vieja terminología, han optado también por un modelo societario de participación de los trabajadores (cogestión o participación en los órganos societarios de administración o vigilancia, en una u otra proporción) que no se puede considerar equivalente, al menos no en todos los casos, a las fórmulas de información y consulta en el plano laboral, que es el único que han seguido otros. No es lo mismo tener a los representantes de trabajadores en el Consejo de administración (sistema monista) o de vigilancia (sistema dual), compartiendo orientación estratégica y supervisión que, únicamente, en un órgano separado de exclusiva composición laboral con funciones de información y consulta (del tipo de un

Comité de empresa). En segundo lugar la creación de una SE implica la puesta en práctica de una estructura empresarial de carácter transnacional para llevar a cabo operaciones de reestructuración y movilidad transfronteriza (fusiones, *holding*, filiales comunes, transformaciones) que, en el momento de la constitución, puede afectar al mantenimiento (riesgo de desaparición o reducción) de los derechos que tienen los trabajadores en alguna de las empresas que intervienen en el proceso fundacional (p. ej. trabajadores de empresa con cogestión que fuera absorbida por empresa de ordenamiento sin cogestión de trabajadores, donde fijaría su sede la nueva SE resultante de la fusión) y, además, una vez constituida la SE, podrá adoptar decisiones con repercusión sobre trabajadores sujetos a distintos regímenes nacionales (SE con centros de trabajo situados en otros Estados miembros —p.ej. Francia, Reino Unido— distintos del de su propio domicilio social —p. ej. España—). Y *mutatis mutandis*, los mismos riesgos existen en caso de traslado de domicilio de una SE a otro Estado miembro con cambio de ley aplicable. Por ello se hace presente la necesidad de establecer mecanismos para garantizar una adecuada consideración de los derechos de los trabajadores.

A la mencionada cuestión “político-social” se añade la compleja cuestión “técnico-jurídica” de prever disposiciones coordinadas que conciernen a distintos ordenamientos nacionales. Imaginemos que una sociedad francesa pretende constituir una SE mediante fusión con una sociedad alemana, a la que absorberá, fijándose el domicilio futuro de la SE en España y que, a su vez, cada sociedad participante en la constitución de la SE tiene filiales y centros de trabajo en distintos Estados miembros, entre ellos en España, y que no existe ninguna norma que contemple los anteriores derechos de implicación (en la dimensión fuerte de participación en los órganos societarios). Se ven implicadas disposiciones o prácticas nacionales del Estado miembro en que va a tener su domicilio social la SE, así como las de los Estados miembros en que tienen su domicilio las sociedades participantes en la constitución y también las de aquellos Estados miembros en que estén radicadas sus filiales y centros de trabajo.

2. Los principios inspiradores de la solución de compromiso

¿Cuáles son los pilares del compromiso alcanzado que se reflejan en la Directiva y después en las normativas y/o prácticas nacionales? Fracados los primeros intentos, bien intencionados pero maximalistas, de configurar un sistema único y progresivo de participación en la SE de inspiración sustancialmente germánica, se buscó una solución equilibrada y pragmática, tomando en consideración las diferentes tradiciones nacionales en materia de relaciones industriales y de estructura organizativo-societaria, para gobernar lo más civilizadamente posible los procesos de reestructuración empresarial y sus repercusiones sobre el empleo en el nuevo mercado de trabajo. La Directiva

2001/86/CE coloca en el centro del sistema el principio de la autonomía de las partes interesadas (representantes de las sociedades y de los trabajadores), en la línea innovadora de la Directiva 94/45/CE del Consejo, de 22 de septiembre de 1994, sobre los Comités de Empresa Europeos y de las Recomendaciones del Grupo Davignon de 1997, que obedecen a un nuevo enfoque de la cuestión de la implicación de los trabajadores en el supuesto de relaciones jurídicas transnacionales. Junto a la autonomía de las partes inspira a esta Directiva de implicación el transaccional “principio antes-después” para el caso de falta de acuerdo sobre la modalidad de implicación en orden al mantenimiento de los derechos de participación adquiridos por los trabajadores o un sector significativo de los afectados por la creación de nueva figura transfronteriza.

Obedece, pues, a una política de mínimos con fines defensivos (evitación de reducciones, fugas o fraudes a los derechos adquiridos de los trabajadores) bien alejada de la política promocional de la cogestión de los años setenta del siglo pasado. Si no hay acuerdo y se quiere constituir una SE se aplican unas disposiciones subsidiarias que contiene la Directiva y que los Estados miembros tienen que transponer a las normativas nacionales. Por ello la Ley refleja el nuevo paradigma comunitario en el tratamiento de la implicación de los trabajadores (como ya sucedió con la Ley 10/1997), pero arrastra una complejidad técnica de interrelación de ordenamientos, normativas y prácticas, derivada de la Directiva que incorpora, que no supo o no pudo soslayar las dificultades que presenta abrirse camino de forma coordinada en el laberinto de la diversidad nacional.

3. Contenido y ámbito de aplicación

La Ley 31/2006 no afecta a todas las sociedades españolas, sino sólo a las SE y a sus filiales y centros de trabajo, pero, dada su naturaleza (un tipo mixto comunitario-nacional) y el complejo régimen normativo establecido, también se aplica a determinados aspectos de las sociedades de los Estados miembros participantes en la constitución de la SE. A este respecto la Ley española, sistemáticamente con una estructura similar a la de la Ley 10/1997, separa las disposiciones aplicables a las SE que tengan o vayan a tener su domicilio en España y a sus centros de trabajo y empresas filiales, así como a las sociedades participantes en la creación de la SE y a sus centros de trabajo y filiales, cualquiera que sea el Estado miembro en que se encuentren situados (Título I) y las disposiciones aplicables exclusivamente a los centros de trabajo situados en España de las SE y de sus empresas filiales o, en su caso, de las sociedades participantes en la constitución de la SE con domicilio social en cualquier Estado miembro (Título II).

El primer grupo de las mencionadas normas es aplicable cuando el domicilio de la SE sea o vaya a ser España, y produce efectos, antes de la constitución

de la SE sobre las sociedades participantes y, después, sobre el conjunto de la SE, sus filiales y centros de trabajo, incluyendo los situados en otros Estados miembros (p. ej. la relativa a la constitución y funciones de la Comisión negociadora, contenido del acuerdo sobre modalidades de implicación, y las muy relevantes disposiciones subsidiarias para caso de falta de acuerdo), mientras que el segundo grupo solo concierne a los centros de trabajo situados en España, tanto de la SE como de las sociedades participantes en su constitución (p.ej. identificación de los representantes nacionales de los trabajadores y designación de los representantes de los trabajadores en la Comisión negociadora, en el órgano de representación y, en su caso, de los trabajadores que deban formar parte del órgano de administración o del órgano de control de la SE). El Título I se articula en tres capítulos, dedicado el primero al procedimiento de negociación, el segundo a las muy importantes disposiciones subsidiarias y el tercero a las disposiciones comunes a los anteriores (forma del cálculo del número de trabajadores, confidencialidad y reserva, protección de los representantes de los trabajadores, capacidad de la Comisión negociadora y del órgano de representación, espíritu de negociación y efectos en el caso de constitución de la SE en perjuicio de los derechos de implicación).

Junto a los dos centrales Títulos mencionados la Ley española contiene un Título preliminar referido a las definiciones a los efectos de esta normativa, un Título III sobre los procedimientos judiciales aplicables y unas disposiciones finales sobre la relación entre la Ley y normas o prácticas nacionales (para evitar solapamientos o reducción de derechos) y sobre las infracciones y sanciones en materia de implicación de los trabajadores en las SE y SCE. Merece destacarse que con el fin de coordinar con otras normativas que pueden resultar aplicables a la SE se establece la aplicación de esta Ley en lugar de la Ley 10/1997 cuando la SE sea una empresa de dimensión comunitaria o una empresa de control de un grupo de empresas de dimensión comunitaria en el sentido de ésta, salvo en el caso de que la Comisión negociadora haya adoptado el acuerdo de no iniciar negociaciones o de poner fin a las negociaciones ya iniciadas. Tampoco se aplicarán a la SE las disposiciones en materia de participación en los órganos previstas en legislaciones o prácticas nacionales distintas de aquellas adoptadas en aplicación de la Directiva 2001/86/CE. En estos dos casos la disciplina específica para la SE desplaza a las correspondientes sobre el Comité de empresa europeo y a las disposiciones nacionales sobre cogestión. En cambio esta Ley deja a salvo los actuales derechos de implicación de los trabajadores distintos de los de participación en los órganos sociales de la SE de conformidad con las legislaciones y prácticas nacionales (o sea eventuales derechos de información y consulta) y los derechos de participación en los órganos de las filiales de conformidad con las legislaciones y prácticas nacionales.

Finalmente, por razones de economía legislativa, se ha previsto, con algunas particularidades, la aplicación de lo dispuesto en esta Ley a la Sociedad

cooperativa europea dando cumplimiento a la Directiva 2003/72/CE, de 22 de julio, por la que se completa el Estatuto de la sociedad cooperativa europea en lo que respecta a la implicación de los trabajadores. Pero aún está pendiente de complementar en nuestro ordenamiento la vertiente societaria de la cooperativa que se plantea problemático por la compleja articulación competencial de la materia entre el Estado y las Comunidades Autónomas.

4. Procedimiento de negociación

Una vez publicado el correspondiente proyecto de constitución de la SE, los órganos competentes de las sociedades participantes (normalmente el correspondiente órgano de administración o de dirección o sus delegados) llevarán a cabo, en el plazo máximo de los cuarenta y cinco días siguientes, las gestiones necesarias para entablar negociaciones con los representantes de los trabajadores de las sociedades participantes y de sus filiales y centros de trabajo afectados. Del lado de los trabajadores debe constituirse una Comisión negociadora representativa de los trabajadores de las sociedades participantes para discutir y aprobar con los órganos de las sociedades participantes en la fundación de una SE “las disposiciones por las que se regularán los derechos de implicación de los trabajadores en la SE”.

A estos efectos la Ley española se ocupa:

a) De la composición de dicha Comisión que, con una compleja normativa particularmente en el caso de constitución de SE por vía de fusión, aspira a una representación proporcional, en la mayor medida posible, al número de los trabajadores empleados en cada Estado miembro por las sociedades participantes, pudiendo incluirse representantes sindicales, sean o no trabajadores de una de las sociedades, en los términos previstos en las legislaciones o prácticas nacionales.

b) Del modo de elección de los miembros correspondientes, que se confía a las legislaciones o prácticas nacionales, que en relación con los centros de trabajo situados en España implica su designación por acuerdo de aquellas representaciones sindicales que en su conjunto sumen la mayoría de los miembros del comité o comités de empresa y delegados de personal, en su caso, o por acuerdo mayoritario de dichos miembros y delegados, designación que debe hacerse de forma proporcional a la representación obtenida por cada sindicato en las elecciones a representantes de los trabajadores en el conjunto de los centros de trabajo.

c) De su función, que consiste en fijar mediante acuerdo escrito con los órganos competentes de las sociedades participantes el contenido de los derechos de implicación de los trabajadores y en su caso decidir sobre el no inicio de las negociaciones para la celebración del acuerdo o poner fin a las ya iniciadas

con la mayoría reforzada mencionada en la letra siguiente. En este caso no habrá modalidad de implicación específica para la SE y se aplicarán las disposiciones sobre información y consulta que estén vigentes en los Estados miembros en que la SE emplee a trabajadores, dejando a salvo el supuesto de transformación si ya existiera participación en los órganos de la sociedad.

d) De su funcionamiento, exigiendo como regla ordinaria una doble mayoría absoluta —la de sus miembros siempre que dicha mayoría represente igualmente una mayoría absoluta de los trabajadores— y en casos especiales una mayoría reforzada, cuando el resultado de las negociaciones pueda conducir a una reducción de los derechos de participación de los trabajadores existentes en las sociedades participantes —siempre que en caso de fusión existiera un sistema de participación en alguna de las sociedades que afectase al 25%, al menos, del número total de trabajadores empleados en el conjunto de las sociedades y que en caso de *holding* o filial común afectase al 50% al menos. En estos casos se exige la mayoría de dos tercios de los miembros de la Comisión negociadora, que representen al menos a dos tercios de los trabajadores e incluyan los votos de los representantes de los trabajadores de, al menos, dos Estados miembros.

e) De la duración de las negociaciones —seis meses desde constitución de la Comisión, con posibilidad de acuerdo de prolongación hasta un máximo de un año desde la constitución de la Comisión negociadora— y de gastos de la constitución y funcionamiento de la Comisión negociadora, a cargo de las sociedades participantes.

f) De la eficacia jurídica del acuerdo, su registro, depósito y publicación, así como de las normas supletorias sobre vigencia, prórroga, denuncia y renegociación.

5. Distintas modalidades de implicación como resultado del acuerdo

Las partes disponen de amplia autonomía para configurar el contenido del acuerdo escrito como resultado de las negociaciones, pero la Ley establece un contenido mínimo. Además de tener que identificar a las partes, fijar el ámbito de aplicación del acuerdo, fecha de entrada en vigor, duración, condiciones de su denuncia, prórroga y renegociación, el acuerdo deberá contener una serie de elementos mínimos variables según la modalidad o modalidades de implicación de los trabajadores por que se opte en la nueva SE. De lo previsto se desprende que básicamente son tres las opciones de implicación que diseña la Ley, con amplio espacio para su configuración vía acuerdo.

En primer lugar, la constitución de un órgano de representación (modalidad formalizada o institucionalizada) que será en el futuro el interlocutor del órgano competente de la SE (órgano de dirección o de administración) a través

del cual se ejercerán los derechos de información y consulta de los trabajadores de la SE y de sus filiales y centros de trabajo. En este caso deberá indicarse su composición, número de miembros y la distribución de sus puestos, duración del mandato, atribuciones y procedimiento de información y consulta, frecuencia de reuniones, así como los recursos financieros y materiales para su funcionamiento.

En segundo lugar, y como variante de la anterior, la modalidad de uno o varios procedimientos de información y de consulta que podemos calificar de modalidad informal o flexible, como puede ser la celebración de reuniones, con los representantes sindicales o laborales según las prácticas nacionales, comunicaciones directas —pudiendo hoy contar con el uso de las modernas tecnologías— con el fin de celebrar convenios o conocer la opinión de los trabajadores respecto de determinadas decisiones empresariales, etc.

En tercer lugar, la negociación puede conducir a incluir también la modalidad de participación en los órganos societarios (es el supuesto que podemos calificar de participación o cogestión negociada). En este caso el acuerdo deberá contener los aspectos sustanciales del régimen de esta modalidad, entre los que se encuentran el número de miembros del órgano societario de participación de la SE (órgano de administración o de control) que, según los casos, corresponde elegir —o facultades equivalentes— a los trabajadores, los procedimientos a seguir para ello y sus derechos. En el supuesto de que la SE se constituya por transformación de una SA nacional, los riesgos de repercusión del cambio de forma jurídica a SE sobre la situación de los derechos de implicación de los trabajadores son mayores, por lo que se adopta la cautela de que en el acuerdo “negociado” se reconozcan unos derechos de implicación de los trabajadores al menos equivalentes en todos sus elementos a los existentes en la sociedad que va a transformarse en SE.

Expresión de la hasta ahora desconocida trascendencia práctica y jurídica de la implicación de los trabajadores es que los estatutos de la SE en ningún caso podrán ser contrarios a las disposiciones sobre implicación de los trabajadores contenidas en el acuerdo y que en principio, salvo en tasados casos especiales ya mencionados (acuerdo de no iniciar o terminar las negociaciones o falta de acuerdo en el plazo previsto), se exige la celebración de un acuerdo de implicación de los trabajadores para la inscripción de la SE en el registro mercantil correspondiente al domicilio social. Pero lo cierto es que, sorprendentemente, hasta ahora un cierto número de las primeras SE inscritas manifiestan que no disponen de trabajadores (<www.seeurope-network.org>), discutiéndose en la actualidad si, fuera de los casos mencionados (dado el tenor del art. 12.2 RSE), es posible admitir la inscripción de SE formalmente válidas sin regulación de la implicación de los trabajadores como, p. ej., en los casos de que falten trabajadores en las sociedades participantes o en la proyectada SE que puedan justificar la constitución de la Comisión negociadora. Apelando a la naturaleza

de las cosas o a una reducción teleológica de la norma se están constituyendo SE sin trabajadores y las llamadas por la doctrina alemana “Vorrats-SE” (“SE-en cartera”, sin operaciones y sin trabajadores). En la Ley 31/2006 se dispone que el acuerdo deberá formalizarse por escrito bajo sanción de nulidad y que se presentará ante la autoridad laboral competente (determinada en función del ámbito del acuerdo dentro del territorio español), para su registro, depósito y publicación oficial conforme a lo dispuesto en el Estatuto de los Trabajadores. Pero aunque no existe ninguna coordinación expresa debe cumplirse con las normas imperativas del Reglamento 2157/2001 sobre la exigencia del acuerdo de implicación de los trabajadores a efectos de la inscripción de la SE en el Registro mercantil. Téngase en cuenta que además de los preceptos que exigen mención en los correspondientes proyectos de constitución de la SE de la cuestión de la implicación y que prevén la posibilidad de reserva de ratificación de las correspondientes disposiciones de implicación por la Junta general, en el caso de constitución de la SE por fusión en el certificado del control de legalidad debe acreditarse que se han establecido las disposiciones relativas a la implicación de los trabajadores.

6. Las disposiciones subsidiarias

El deber de negociar para llegar a un acuerdo no puede conjurar los riesgos de fracaso. Por esta razón, en aplicación de la Directiva, la Ley ha previsto las llamadas disposiciones subsidiarias sobre la modalidad de información y consulta y, en su caso, sobre la modalidad de participación. Estas normas subsidiarias, en su parte relativa a la cogestión, constituyeron sin duda la cuestión más polémica de la inevitable incidencia laboral de la normativa comunitaria en los derechos de los Estados miembros cuando se quiere ir adelante con la constitución de una SE. El proceso de búsqueda de consenso se facilitó enormemente con el abandono de una solución propia para la SE, rechazada por la existencia de muy diversas tradiciones nacionales, así como con el abandono de la mera remisión al ordenamiento del domicilio social de la SE, y el desplazamiento de las coordenadas hacia una solución negociada, pero en todo caso resultó imprescindible salir del laberinto de la diversidad nacional y asumir el coste de una solución de recambio, adaptada al carácter transfronterizo de la SE, en caso de fracaso de la negociación. Desbloqueado ese punto se dio por prácticamente aprobada la Directiva.

a) Criterios de aplicación de las disposiciones subsidiarias.

La aplicación de estas disposiciones, a partir de la fecha de inscripción de la SE, puede derivarse de dos circunstancias bien distintas: la adopción voluntaria por las partes negociadoras, que no plantea mayores problemas, o el supuesto conflictivo de falta de acuerdo. Para que concurra este último caso se requie-

re que haya transcurrido el plazo máximo de las negociaciones, siempre que la Comisión negociadora no haya tomado la decisión de no iniciarlas o de romper unas negociaciones ya en curso y siempre que los órganos competentes de cada una de las sociedades participantes decidan aceptar la aplicación de estas disposiciones subsidiarias, continuando con el proceso de registro de la SE.

b) Órgano de representación: composición y facultades.

Además de los mencionados presupuestos de aplicación de estas disposiciones subsidiarias se trata en ellas de la constitución, composición, régimen de funcionamiento, recursos financieros y materiales, y competencias del órgano de representación, que deberá constituirse cuando concurren las mencionadas condiciones. En relación con el último aspecto, atendiendo a la idea de constituir un órgano de actuación transnacional y con el fin de evitar solapamientos con los órganos de representación de carácter nacional se dispone que sus facultades de información y consulta se limitarán a las cuestiones que afecten a la SE en sí misma y a cualquiera de sus filiales y centros de trabajo situados en otros Estados miembros o que excedan de la competencia de los órganos de decisión en un solo Estado miembro. Las facultades de información y consulta se han configurado siguiendo la pauta de las normativas nacionales y comunitaria más desarrolladas (en la línea de la Directiva 94/45/CE y la Ley 10/1997), para estimular la cooperación, en torno a reuniones conjuntas de información y consulta, programadas o a iniciativa de parte y teniendo en cuenta que se trate de circunstancias normales o excepcionales o el grado de incidencia en los intereses de los trabajadores (marcha de la empresa, evolución del empleo, modificaciones estructurales y otras medidas con repercusión en los intereses de los trabajadores). Adviértase que en ese caso no se admite el establecimiento de uno o varios procedimientos de información o consulta en lugar de la creación de un órgano formal de representación.

c) Participación orgánico-societaria.

En relación con la modalidad de la participación en el correspondiente órgano societario (podemos calificarla de “participación inherente” a la constitución de la SE) la Ley se ocupa en primer lugar de determinar los criterios de aplicación de las disposiciones subsidiarias y en segundo lugar, las reglas para el caso en que deba instaurarse un sistema de participación de los trabajadores. Para que proceda la aplicación de las disposiciones subsidiarias añade a los requisitos ya referidos para la creación del órgano de representación reglas especiales estableciendo varias salidas según las formas de constitución de la SE y tomando en consideración la situación anterior respecto a esta modalidad de participación de las sociedades participantes en la constitución de la SE (aplicación del principio “antes-después”). A estos efectos se tomarán en consideración todos aquellos sistemas de participación directa o indirecta previstos en la Ley. Si ninguna de las sociedades participantes estuviera sujeta a régimen

de participación en los órganos societarios antes de la inscripción de la SE no existirá obligación de introducir esta forma de participación en la SE fundada, salvo acuerdo en contrario. En el caso de constitución de SE por transformación de una SA nacional, si la sociedad nacional está sujeta a un régimen de participación (en el órgano de administración o de control). En el caso de SE constituida por fusión habrá modalidad de cogestión en la SE, si antes de la inscripción de la SE, se aplicaba en alguna de las sociedades participantes un sistema de participación (en el órgano de administración o control) que afectase al menos a un 25% del total de trabajadores empleados en el conjunto de las sociedades participantes o, si la participación afectase a menos de un 25%, cuando así lo decide la Comisión negociadora. En el caso de constitución de la SE mediante una *holding* o una filial, el porcentaje para la aplicación de las disposiciones subsidiarias sobre la participación y dadas las mismas circunstancias anteriores a la inscripción de la SE, se fija en el 50%, y en caso de ser inferior el porcentaje la solución depende también de la decisión de la Comisión negociadora.

Las reticencias de España que, en el supuesto de constitución por fusión de sociedades de varios Estados miembros, se oponía a que una minoría de trabajadores con cogestión (el 25% del total de la plantilla resultante o un porcentaje inferior pero con acuerdo de la Comisión negociadora) pudiera imponer la modalidad de la participación a una mayoría (sin cogestión), se superaron con el compromiso de otorgar un derecho de opción (*opting-out*) de la aplicación de las disposiciones de referencia sobre participación en el caso de SE constituida por fusión. En su virtud cualquier Estado miembro podrá evitar la aplicación de estas disposiciones de referencia. El ejercicio de la opción de no incorporación de las normas de referencia en cuestión tiene su “coste económico-social”. Una SE no podrá constituirse por fusión en un Estado miembro que no haya incorporado a su derecho nacional la correspondiente disposición de referencia, si no es en virtud de un acuerdo entre las partes que expresamente contemple la modalidad de la participación, o en el supuesto de que ninguna de las sociedades participantes esté sujeta a normativa de cogestión con anterioridad a la fundación de la SE (en coherencia con el principio del “antes-después”). Ley española de transposición no ha ejercido esta opción, ni en lo que conozco ningún Estado miembro.

Una vez resuelto el tema de cuándo habrá sistema de participación en los órganos debe decidirse sobre el régimen de la modalidad de participación, en cuyo caso las normas subsidiarias tienen que enfrentarse con varias cuestiones específicas de todo supuesto de cogestión.

La primera concierne al propio sistema de participación. Al poder existir diversidad de sistemas de participación en las sociedades participantes en la constitución de la SE (en síntesis, uno de tipo “alemán” basado en la elección-designación u otro de tipo “holandés” basado en la designación de los miembros por “cooptación” con facultades de recomendación u oposición para los

trabajadores), corresponde a la Comisión negociadora decidir cuál de dichos sistemas deberá aplicarse en la SE, y si en la fecha de inscripción de la SE la Comisión negociadora no ha informado al órgano competente de las sociedades participantes sobre la existencia de la decisión adoptada al respecto se aplicará a la SE el sistema de participación que hubiera afectado con anterioridad al mayor número de trabajadores de las sociedades participantes.

En segundo lugar, en cuanto al órgano de participación la solución viene dada por la estructura administrativa que se haya previsto en los estatutos de la SE. Son las sociedades fundadoras de la SE las que libremente optarán por un sistema monista o dual, con la consecuencia de que en el primer caso la participación de los trabajadores se materializará en el Consejo de administración y en el segundo en el Consejo de control. Como es sabido en España hasta ahora sólo se regula el sistema dual para las SE domiciliadas en España, optando el legislador por llamar Consejo de control al que más propiamente debiera haberse calificado de Consejo de vigilancia según la terminología más al uso en los sistemas duales comparados. Obviamente el diferente sistema de administración y control (monista o dual) en que se inserten los representantes de trabajadores afecta al “grado y tipo” de potencial influencia de los trabajadores por las diferencias existentes —matizadas según cada modelo nacional— entre las competencias de un Consejo de administración y de un Consejo de vigilancia, aun cuando esas diferencias tienden a diluirse hoy en el marco del debate sobre el gobierno corporativo que tiende a una aproximación material de sistemas. A este respecto debe apuntarse que cambia la “composición” (plural) con la integración de miembros de otra procedencia, pero no las competencias del órgano. Esto es así tanto en el caso de la cogestión negociada como en el caso de la “derivada” de la aplicación de las normas subsidiarias.

En tercer lugar, respecto a la composición del órgano y articulación de la representación de los trabajadores, se establece que el porcentaje que los trabajadores podrán elegir (o, en su caso, designar, recomendar u oponerse) será igual al porcentaje mayor que se aplique en las sociedades participantes antes del Registro de la SE. De acuerdo con las escasas previsiones en el Anexo de la Directiva incumbe al órgano de representación (órgano de información y consulta de la SE) decidir sobre el reparto de los puestos a cubrir por los trabajadores en el órgano de administración o control —atendiendo a la proporción de trabajadores contratados en cada Estado miembro— entre miembros que representen a los trabajadores de los distintos Estados miembros. En cambio en el caso de que la modalidad de participación aplicable consista en la recomendación u oposición al nombramiento de los miembros de estos órganos corresponde a dicho órgano decidir sobre la “forma” (¿condiciones?) en que los trabajadores podrán ejercer esas facultades. Si los trabajadores de uno o varios Estados miembros no se incluyen por el criterio proporcional, el órgano de representación procederá a una redistribución de los puestos con el fin de atribuir uno de

los puestos a uno de los miembros del Estado miembro no representados y, en particular, del Estado miembro en el que la SE tenga su domicilio social en su caso. En cuanto a la elección o designación de los representantes de los trabajadores que deban formar parte del órgano de administración o de control se realizará, según la Ley de transposición de la Directiva, en la forma que determine el órgano de representación de los trabajadores, respetando lo que al respecto se haya establecido en la legislación nacional del Estado miembro correspondiente a cada uno de dichos representantes. A este respecto hay que recordar que, con carácter general, se dispone en la Ley española que la designación de los representantes de los trabajadores que deban formar parte del órgano de administración o de control de la SE respecto de los centros de trabajo situados en España se realizará conforme a lo dispuesto para la designación de los miembros de la Comisión negociadora y del órgano de representación en la SE cuando, en virtud de la legislación aplicable, corresponda a cada Estado miembro determinar la forma de elección o designación de los miembros que le correspondan.

En cuarto lugar, en relación con la posición jurídica de los representantes de los trabajadores en el órgano de participación, se establece que serán miembros de pleno derecho de dicho órgano, con los mismos derechos y deberes que los representantes de los accionistas, incluidos el derecho de voto. La “composición plural” del órgano con consejeros de distinta procedencia, que ciertamente deben actuar conforme a la pauta común del interés social, podrá contribuir con sus perspectivas y sensibilidades a la mejor interpretación y determinación de su contenido, dentro de los márgenes que permite este concepto jurídico indeterminado.

Finalmente en el caso singular de la SE constituida por transformación de una SA existente se aplicarán a la SE transformada todos los elementos de la participación de los trabajadores en el órgano de administración o control aplicados antes de la inscripción, de escasa o nula relevancia hoy por hoy en la realidad española, salvo en el caso de su existencia por convenio.

7. Consideraciones finales

Puesto que ya se conoce la implantación de los Comités de empresa europeos para “asuntos transfronterizos” (Directiva 94/45/CE y Ley 10/1997), la “novedad” de la Ley que comentamos reside en última instancia en la en principio “opcional”, pero en su caso “inherente”, cogestión (derivada del “principio antes-después” pero bajo el control de la Comisión negociadora y, como instancia última, de la decisión de los órganos competentes de las sociedades participantes que pueden desactivar el proceso de constitución de la SE). La cuestión crítica y polémica es, pues, la cogestión, *criticada* por unos en un mundo globalizado tendente a la competitividad y a la desregulación según los

critérios neoliberales que valoran la política social como un coste, *defendida* por quienes promueven una más creíble política pro *stakeholders*, que genera “capital social”, materializada en este aspecto en un modelo social europeo o, desde una perspectiva más amplia que incluye otros grupos de interés, de la empresa socialmente responsable y, tal vez, *desconocida* en su verdadero sentido y alcance por los más. Sin duda “el coste” mayor de esta política social, en los tiempos que corren, es para las empresas alemanas sujetas a la normativa más avanzada de cogestión —caso de cogestión paritaria— a las que se pone cuesta arriba participar en procesos de reestructuración y movilidad transfronteriza (por su desventaja competitiva). Prueba de ello es el debate allí abierto sobre la crisis de esta institución genéricamente por la presión de la competencia entre legislaciones y en concreto por el impacto de la nueva jurisprudencia del TJCE sobre la libertad de establecimiento de las sociedades en la UE tras los casos *Centros*, *Überseering*, *Inspire Act* y *Sevic*, que impulsan la búsqueda del ordenamiento “más ventajoso” para los intereses de las partes (con más fuerza negociadora). Esta tendencia podrá corregirse en la medida en que el discurso de la responsabilidad social corporativa lleve a un replanteamiento de la naturaleza de la empresa con implicaciones serias y no meramente nominales en el diseño del gobierno corporativo desde una perspectiva pluralista (modelo *stakeholders*), que tiene uno de sus principales legitimados en los trabajadores.

Por otro lado, para concluir, es oportuno señalar que una vez aprobadas otras Directivas sobre operaciones transfronterizas (hasta ahora solo se ha aprobado la Directiva sobre fusiones transfronterizas de las sociedades de capital, núm. 2005/56/CE, de 26 de octubre de 2005) y las correspondientes normativas nacionales de transposición, la SE deberá competir con las correspondientes reglas nacionales armonizadas y se verá en qué medida tiene incentivos especiales (de fondo o de imagen) para que las empresas opten por ella. En todo caso el conjunto de la normativa aplicable a la SE, tanto en la parte societaria como en la parte laboral, constituye un fruto muy complejo a la espera de actores económicos y sociales interesados y de expertos y hábiles operadores jurídicos que contribuyan a superar las dificultades técnicas que va a implicar su puesta en práctica. Hasta ahora su fuerza de atracción ha sido limitada. Un ejemplo positivo de interés constituye el proceso de negociaciones y acuerdo sobre implicación de trabajadores de “Allianz SE”, fruto de la fusión transfronteriza entre la empresa alemana “Allianz AG” y la italiana “RAS S.p.A.”, registrada en octubre de 2006 en Munich (Alemania) con un número total de 177.000 trabajadores con sistema dual y cogestión de trabajadores, que ocupan seis de los doce puestos del Consejo de vigilancia (<www.allianz.de>).

BIBLIOGRAFÍA

VÁSQUEZ, F., “La participación de los trabajadores: la dimensión comunitaria y los principios que inspiran la Directiva”; CASAS BAAMONDE, M.E., “La implicación de los trabajadores en la Sociedad Anónima Europea (procedimiento de negociación colectiva y diferentes modelos de implicación convenida)”; VALDES DAL-RÉ, F., “La implicación de los trabajadores en la Sociedad Europea (evolución, marco general y disposiciones de referencia)”; todos ellos en ESTEBAN VELASCO, G./FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (Coords.), *La sociedad anónima europea*, Madrid, 2004, p. 915 y ss., 995 y ss. y pp. 1071 y ss. respectivamente; ESTEBAN VELASCO, “Participación de los trabajadores en la sociedad europea. ¿Más cerca de un compromiso político?”, en AA.VV., *Derecho de Sociedades. Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, v. II, Madrid 2002, pp. 1677 y ss; RAMÍREZ MARTÍNEZ, “La implicación de los trabajadores en la Sociedad Anónima Europea domiciliada en España”, en *La sociedad anónima europea domiciliada en España* (BOQUERA MATARREDONA, Dir.), Cizur Menor, 2006, pp. 379 y ss.; TERRADILLOS ORMAETXEA, “La participación de los trabajadores en la transposición de la Directiva sobre la Sociedad Anónima Europea y sus repercusiones sobre la normativa mercantil”, *Relaciones Laborales*, 22, 2006, pp. 77 y ss.

Gaudencio Esteban Velasco

6. INFORME PRELIMINAR SOBRE LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITAL NORTEAMERICANOS

El pasado 30 noviembre de 2006 se ha conocido el Informe elaborado por el *Comité para la regulación de los mercados de capitales* sobre los cambios específicos de regulación y legislación que sería conveniente adoptar con el fin de mantener e incluso aumentar la competitividad de los mercados de capitales de EE.UU. (dicho Informe puede consultarse en <www.capmktsreg.org/pdfs/11.30Committee_Interim_ReportREV2.pdf>).

El Comité, conocido por el nombre de *Comité Paulson*, está integrado por miembros de reconocido prestigio del mundo de las finanzas, del derecho, de los negocios, de la contabilidad y profesores universitarios, se constituyó formalmente el pasado septiembre —si bien se empezó a formar hace un año— y tiene previsto seguir trabajando durante los dos próximos en otras cuestiones

con incidencia en la competitividad de los mercados de capitales en EE.UU. En efecto, es ésta una cuestión que preocupa sobremanera a los miembros del Comité que han constatado cómo EE.UU. —cuyo mercado de capital ha sido durante mucho tiempo el más amplio, líquido y competitivo del mundo— ha perdido competitividad como consecuencia de diversos factores: los mercados extranjeros se han hecho con las tecnologías necesarias y con la confianza de los inversores, se ha reducido la diferencia de liquidez que antes existía entre el mercado de capital de EE.UU. y la menor liquidez de otros mercados, la facilidad con la que hoy en día los inversores pueden colocar sus inversiones y, finalmente, la significativa creación de dinero y valor que se está produciendo en los mercados fuera de EE.UU.

En este sentido, la buena marcha de los mercados de capital es vital para el crecimiento económico de un país porque, entre otras cosas, genera empleo, empleos bien pagados, lo que redundaría en un beneficio para todo el país. Sin embargo, los datos muestran cómo EE.UU. está perdiendo ese liderazgo que tradicionalmente se le ha reconocido, y buena prueba de ello lo constituye el hecho de que no se crea nuevo *equity capital* (el estudio pone de manifiesto cómo el número de ofertas públicas en el mercado primario (IPO's) se ha reducido sustancialmente en los últimos años, habiendo pasado de un 37% en el año 2000 al 10% en 2005). Expresado de otra manera, los autores constatan que durante 60 años las compañías acudían de forma natural a EE.UU. para realizar sus inversiones y crecer. Hoy en día, en cambio, las empresas tienen que decidir o elegir expresamente acudir al mercado de capital norteamericano pero no tienen que hacerlo necesariamente porque existen otras alternativas, otros mercados igual de seguros a menor coste. El Comité entiende que quizás, las leyes más recientes —como la *Ley Sarbanes Oxley*, en adelante SOX— han ido demasiado lejos en su regulación, en su intensidad o exigencias. Se plantean, ahora sí, con el fin de fomentar esa competitividad, debiéndose encontrar un equilibrio adecuado entre los distintos mecanismos de protección de los inversores y los costes que se pueden imponer a quienes quieren invertir en los mercados de capital. En el Informe el Comité examina cuatro áreas en las que se considera que deberían introducirse o realizarse reformas o ajustes con el fin de reducir esa pérdida de competitividad: la regulación, el sistema de litigios privado, los derechos de los accionistas y la *section 404* de la *Sox*. En consecuencia, estima el Comité que la solución al problema de la competitividad del mercado de capital pasa por una reducción de las cargas derivadas de los litigios, una regulación más flexible y un aumento de los derechos de los accionistas. De conformidad con los problemas aquí enunciados los expertos dividen su Informe en cinco grandes apartados: competitividad, reformas legales, sistema de litigios, derechos de los accionistas y el art. 404 SOX.

El primer apartado, el que se refiere a la **competitividad**, sólo contiene una recomendación: hay que lograr retener capital en los mercados norteameri-

canos porque de la potencia de esos mercados depende la competitividad de la economía americana y su condición de *leader* en la economía mundial. El Informe se construye respondiendo a las siguientes preguntas:

¿Por qué es importante la fuerza de los mercados de capital para el crecimiento económico? El Informe pone de manifiesto que un mercado dinámico, líquido, volátil, es esencial como requisito para el éxito de la *Venture Capital Industry*, por cuanto los *Venture Capitalists* son una fuente importante de creación de empleo, de tal manera que si los costes por operar en los mercados aumentan, las inversiones de los *Venture Capital* se reducirán.

¿Cuáles son los signos de pérdida de la competitividad de los mercados? En primer lugar, el aumento de las inversiones que se realizan en los mercados extranjeros: se crea capital en los mercados donde se realizan ofertas públicas (IPO's). En los años 90 el mercado americano atraía un 48% de la totalidad de las IPO's que se realizaban frente al 6% de 2005. Por otra parte, han aumentado sustancialmente las inversiones a través de los mercados privados a los que sólo tienen acceso los inversores institucionales. Estas ofertas están exentas de las exigencias de comunicación previa, del cumplimiento de los requisitos establecidos en la SOX y de las estrictas obligaciones que derivan de las leyes americanas (en especial, la *Securities Exchange Act* y la *Securities Act*). Finalmente, las compañías quieren estar en los mercados que les ofrecen mayores expectativas de ganancia y aún cuando parece que en EE.UU. ese indicador es hoy todavía positivo, se ha visto reducido en los últimos años.

¿Por qué está perdiendo competitividad? El informe concluye que hay cuatro factores: un incremento en la seguridad, confianza y transparencia de los mercados extranjeros; un incremento de la liquidez de esos mercados; la mejora de las tecnologías que facilitan a los inversores la colocación de capital en mercados de fuera, y las diferencias que existen en las reglas que rigen o gobiernan los mercados de capital americanos comparados a los extranjeros.

Para reducir el impacto de los tres primeros factores poco se puede hacer desde una perspectiva de política-jurídica. Sin embargo, hay posibilidad de adoptar medidas en relación con el último de ellos: reducir y flexibilizar la legislación excesivamente gravosa y exigente y la reducción de los costes derivados del ejercicio de acciones judiciales. Así, el coste medio del art. 404 de la SOX en 2004 —primer año de su implementación— fue de 4.36 millones de dólares para una compañía de tipo medio, mientras que el coste de las transacciones derivadas del ejercicio de la *class action* ha aumentado de 150 millones de dólares en 1995 a 3.500 millones en 2005, y eso dejando a un lado los 6.100 millones del asunto WorldCom. En esta línea se constata también que los costes de cotización para las compañías en los mercados americanos son más elevados que en los de sus competidores, además de existir otros costes a los que las

compañías deben hacer frente para poder realizar ofertas públicas en el mercado americano.

Finalmente, se indica que EE.UU. debería tener un mercado más abierto en el que fuera más sencillo entrar y salir, para lo cual se recomienda a la SEC que reduzca los controles y las exigencias, al menos para los posibles o futuros usuarios extranjeros.

En el plano de las **reformas legales**, el Informe contiene algunas Recomendaciones específicas:

1. La SEC y las Organizaciones con capacidad de autorregulación (SROs, NASD, Inc., NYSE etc.) deberían establecer principios explícitos para la regulación efectiva de sus actividades. Las reglas que se impongan o la normativa que se establezca debería responder a un adecuado equilibrio coste-beneficio. La SEC debería constituir un grupo de trabajo integrado por economistas y analistas financieros que realizara con carácter sistemático el análisis coste-beneficio de las reformas que se propongan.

2. La SEC y las SROs deberían adoptar normas de carácter general, flexibles ante la realidad cambiante de los mercados y sus necesidades. Deberían además, revisar sistemáticamente sus normas con el fin de desarrollar conjuntos de reglas tanto para los inversores institucionales como para los pequeños inversores.

3. Desde la promulgación de la *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999 ha sido precisa una mayor cooperación por parte de la Banca y de los reguladores de los mercados de valores, lo que ha redundado en una mayor convergencia o aproximación de las respectivas filosofías que se valora de forma positiva, recomendando que se continúe en esa línea.

4. La casuística de las resoluciones de los Tribunales federales y estatales no debería utilizarse para la creación de normas *ad hoc*, sino que la creación de éstas debe realizarse mediante el sistema o procedimiento establecido al efecto. De tal manera que cuando una norma sea inadecuada y resulte conveniente su modificación ésta se lleve a cabo mediante el sistema habitual de información, publicación y debate.

5. Debería fomentarse una mayor coordinación entre los Gobiernos federales y estatales.

6. Finalmente, debería haber una mayor colaboración entre los reguladores internacionales con el fin de establecer normas armonizadas en relación con las operaciones de valores (*trading*), coordinadas que respondan a unos standards comunes, lo que sin duda alguna redundaría en beneficio de las operaciones de carácter internacional. Esa labor requiere compromiso y cooperación, y se propone al Presidente del Comité para que desarrolle dicha tarea.

La tercera parte del Informe aborda **la aplicación del sistema legal en el ámbito público y privado**. En el Informe se afirma que EE.UU. tiene el sistema administrativo más riguroso y fuerte de cumplimiento o ejecución de las leyes sobre mercado de valores del mundo. Ese es uno de los elementos que juegan a favor del mercado americano; no obstante, la otra cara de la moneda estriba en el hecho de que las sanciones han aumentado en los últimos tiempos desproporcionadamente en relación con el beneficio que aportan. En el año 2004, las sanciones de tipo civil ascendieron a 4.700 millones de dólares, mientras que en el Reino Unido las sanciones en todo el sector financiero fueron de aproximadamente 40,5 millones. Junto a las sanciones de carácter administrativo, hay que añadir las que derivaron del ejercicio de las *private class action*, que ascendieron a 3.500 millones de dólares. Las *securities class actions* no existen en el Reino Unido o en otros mercados competidores, a lo que hay que añadir el hecho de que los costes de los seguros de los altos directivos son seis veces más elevados en EE.UU. que en Europa. De hecho, es frecuente que las compañías aleguen como inconveniente para cotizar en EE.UU. el alto coste derivado de las referidas acciones. Con un sistema tan riguroso como el americano se consigue un mercado de valores fuerte porque se sabe, además, que quien viola la ley pagará por ello. Al mismo tiempo se previene que otros tengan la tentación de realizar conductas similares. Sin embargo, cuando el sistema es excesivo puede resultar demasiado costoso.

El Comité añade que la persecución penal de las compañías debería reservarse para aquellos supuestos o circunstancias realmente excepcionales por cuanto los perjuicios que de ella derivan afectan tanto a los *stakeholders* como a la sociedad en general.

Al Comité le preocupa igualmente el nivel actual de responsabilidad de los auditores, que puede llegar a producir un efecto perverso: una concentración de la industria. Quedan muchos procesos pendientes contra firmas auditoras por reclamaciones cuantiosas que pueden llevar a la quiebra a muchas de ellas con consecuencias adversas para el gobierno corporativo. En esta línea, se pone de manifiesto que el Comisario Europeo de Mercado Interior ha anunciado su deseo y preocupación por intentar encontrar una manera de asegurar la responsabilidad de los auditores, por lo que se recomienda al Congreso que estudie la posibilidad de instaurar una medida similar en EE.UU.

En consecuencia, en relación con esta materia, el Comité recomienda:

1. En relación con el ámbito privado: resolver las dudas que existen en relación con la regla 10b-5 de responsabilidad; prevenir la duplicidad de recuperación de los gastos en la relación con los pleitos privados y la SEC; prohibir las prácticas "*play to play*".
2. En relación con las acciones criminales: sólo cabrá procesar a la compañía en circunstancias realmente excepcionales.

3. En relación con los auditores se aconseja al Congreso que explore fórmulas para proteger a las firmas frente a pérdidas catastróficas; clarificar la *section 10 A* de responsabilidad de la *Securities Exchange Act of 1934*

4. Por lo que se refiere a los consejeros externos: modificar la regla 176 de la SEC; modificar la política de indemnización de la SEC.

La sección cuarta del Informe centra su atención en **los derechos de los accionistas**. El Comité sostiene que la fuerza de los derechos de los accionistas afecta directamente la salud y funcionamiento eficiente de los mercados de capital. En general, los accionistas de las compañías americanas tienen en relación con algunas cuestiones pocos derechos comparados con los que se atribuyen a otros Ordenamientos. Esa diferencia crea un problema de competitividad importante por cuanto contribuyen a realzar el valor de la compañía, lo que en definitiva lleva a invertir en sociedades extranjeras. Un régimen fuerte de derechos de los accionistas va en paralelo con una menor intensidad de regulación y una menor litigiosidad porque son los accionistas los que controlan a la Dirección. Contribuye además a la reducción de los costes de agencia. Si no hay una protección adecuada de los derechos de los accionistas los inversores reducen el precio de lo que están dispuestos a pagar por las acciones, lo que no contribuye a atraer inversores.

El Comité centra su atención en dos aspectos de los derechos de los accionistas: el derecho de voto en relación con medidas anti-*opa* y la decisión de iniciar procedimientos para la resolución de los conflictos. A ello se añade el hecho de que el Comité valora favorablemente la adopción de acuerdos por mayoría más que por pluralidad.

Un funcionamiento correcto del mercado para el control corporativo es vital para un mercado de capital eficiente y competitivo. Se recomienda que los directivos busquen obtener la autorización de los accionistas para la adopción de una *poison pill*, a menos que la sociedad sea el objetivo de la OPA y, en último caso, que busque la autorización en un plazo no superior a los tres meses desde la adopción de la *poison pill* y, en caso contrario, que se redima. El Comité recomienda que Delaware y otros Estados adopten dicha regla.

El Comité valora favorablemente el hecho de que en muchas sociedades se haya adoptado el criterio de la mayoría de votos para la adopción de los acuerdos. Este criterio ha de valorarse positivamente como fórmula para que los accionistas dispongan de un mecanismo efectivo para defender sus derechos, incluyendo la posibilidad de votar en relación con la adopción de *poison pills* y otros remedios alternativos. El Comité va a encargar la realización de un estudio acerca de hasta dónde y en qué medida el mecanismo de la mayoría de voto ha contribuido a la creación de valor para el accionista.

Finalmente, se estima que sería conveniente que se atribuyeran a los accionistas alternativas u opciones para solucionar los conflictos que pudieran susci-

tarse en las compañías. Entre las alternativas ha de incluirse el arbitraje o incluso la posibilidad de renunciarse a los juicios con jurado. En cualquier caso se estima que los accionistas han de tener la opción de elegir cuál de los sistemas les interesa más, sobre todo teniendo en cuenta los elevados costes que derivan de los litigios en EE.UU.

El último apartado del Informe aborda la **Sección 404 de la SOX**. Al respecto, el Comité estima que un sistema fuerte de control interno es importante. Estos sistemas juegan un papel esencial en la protección de los inversores y en el valor de la inversión realizada. Sin embargo, el Comité se muestra a favor de reducir los costes que derivan de la implantación del art. 404 de la SOX realizando ajustes sin llegar a hacer grandes alteraciones en el contenido de la Ley o en su esencia u objetivos principales.

En primer lugar, entre las modificaciones que sería conveniente realizar se incluye la de redefinir lo que ha de entenderse por “*material weakness*”. El punto inicial de partida de la reforma lo constituyen el alcance y los estándares en relación con el *Auditing Standard* núm. 2 que requiere que las empresas revisen y contabilicen los controles que tienen para asegurar la fiabilidad de su información financiera. Si la interpretación de cuáles son los controles (para saber quién puede manipular o potencialmente defraudar) se hace de forma amplia encarece la aplicación de la norma, pudiendo llegar a extremos en el celo. Se propone sustituir en la referida regla la mención acerca de la probabilidad remota por la de razonablemente posible.

Se recomienda encarecidamente a la SEC y al PCAOB (Consejo de vigilancia contable en las siglas inglesas) que elaboren una guía que clarifique el papel de los auditores. Asimismo, la PCAOB debería introducir cambios en su enfoque en el procedimiento de valoración de la eficiencia del auditor. Al mismo tiempo, se sugiere que desarrolle una guía rápida para pequeños emisores y que valore otras alternativas. A este respecto se advierte que sería positivo que las pequeñas compañías se sometieran a un régimen “suavizado” del art. 404 SOX que debería revisarse en este sentido. Se considera también que las compañías extranjeras que pudieran probar que en su país de origen están sometidas a un régimen similar al establecido en el art. 404 no se les aplique éste. En cualquier caso, éstas son sólo algunas recomendaciones. El Comité estima que dado que la implementación de la norma es relativamente reciente, conviene que tanto la SEC como la PCAOB realicen ulteriores estudios sobre la relación coste-beneficio derivada de la aplicación de la norma en distintos tipos de sociedades, así como las posibles consecuencias que de ello puedan derivar en la competitividad de las empresas.

Isabel Fernández Torres

7. INFORME DE LA COMISIÓN EUROPEA SOBRE LA TRANSPOSICIÓN DE LA DIRECTIVA DE OPAS

A finales del mes de febrero del año 2007 la Comisión ha publicado un Informe que tenía como principal objetivo el valorar cómo estaba siendo objeto de transposición a los ordenamientos nacionales la Directiva comunitaria en materia de OPAs (Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 sobre Ofertas Públicas de Adquisición).

Se trata de un documento cuidadosamente elaborado y que de una manera muy clara expone los distintos aspectos tanto de la Directiva como de la forma en que cada uno de esos aspectos ha sido objeto de transposición en los distintos ordenamientos europeos. El Informe contiene una serie de conclusiones que cualquier observador de la realidad de los mercados de valores europeos puede adivinar y que no dejan de reflejar la decepción que supone la falta de una efectiva armonización en materia de OPAs en el ordenamiento europeo.

Entre sus conclusiones, el Informe de la Comisión comienza señalando que los mecanismos informativos que deben ser incorporados por influencia de la Directiva van a facilitar una mayor transparencia acerca de las medidas de defensa adoptadas en cada uno de los mercados y por cada una de las sociedades. Se advierte un riesgo en particular con la forma en que está siendo incorporada la regla referida a la neutralidad del Consejo. Se dice que tal como los Estados miembros están incorporando esta regla, antes que poder hablar de un auténtico mercado europeo del control corporativo lo que se está produciendo es una restricción o demora en él. No se cree que las reglas de neutralización contempladas en la Directiva vayan a tener efectos positivos en el breve plazo.

Es evidente, por cuanto los medios de comunicación lo reflejan prácticamente a diario, que son mayoría los Estados miembros que han expresado de una manera más o menos abierta su resistencia a eliminar todo tipo de barreras a la formulación de OPAs en sus mercados (me remito a SÁNCHEZ-CALERO, J., “La armonización disgregante: La Directiva de OPAs y el principio de neutralización de medidas defensivas”, Documento de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil 2006/3, mayo de 2006, 63 pp., <www.ucm.es/BUCM/der/10437.php>).

La Comisión reconoce que el proteccionismo con el que está actuando la mayoría de los Estados miembros está dificultando de una manera muy importante la consecución de los objetivos que inspiraron la adopción de una Directiva tan difícil como fue la de las OPAs. En lo que parece ser una reacción ante el fracaso que de manera más o menos larvada se viene a reconocer en la armoni-

zación europea de las OPAs, lo único que queda a la Comisión al cerrar su Informe es señalar que, probablemente, la revisión de la Directiva va a tener que anticiparse con respecto a la fecha inicialmente prevista, que era el año 2011.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

8. LA CIRCULAR 3/2006 DE LA CNMV SOBRE FOLLETOS EXPLICATIVOS DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

1. Antecedentes y contexto

La Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la CNMV sobre folletos explicativos de las IIC (BOE núm. 279 del miércoles 22 de noviembre de 2006) se inscribe en el proceso de expansión normativa de la nueva regulación de las IIC basada en los principios de simplificación de la tipología de aquéllas y flexibilización de sus capacidades inversoras, que ha dado como resultado, por ejemplo, la aparición de las IIC de inversión libre (los denominados “Hedge Funds”) (ver, sobre estos aspectos, nuestro estudio “Las nuevas figuras de las Instituciones de Inversión Colectiva en la Ley de 2003 y el Reglamento de 2005”, en *RdS* n.º 26, 2006, pp. 139 y ss. y la noticia sobre “El desarrollo reglamentario de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (los denominados hedge funds)”, en esta *RDBB* núm. 102, 2006, pp. 290 y ss.).

En concreto, dicha Circular 3/2006 desarrolla lo previsto para los folletos completos y simplificados de las IIC en los arts. 17, 18 y concordantes de la Ley 35/2003 (ver nuestro estudio sobre “La Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva. Una aproximación general a su contenido”, en esta *RDBB* núm. 93, 2004, pp. 175 y ss.) y en los arts. 22, 23 y concordantes del Reglamento de IIC, aprobado por Real Decreto 1309/2005 (ver nuestra noticia sobre “El nuevo reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva de 2005”, en esta *RDBB* núm. 101, 2006, pp. 252 y ss.).

Por lo anterior, la Circular 3/2006 deroga las normas que dedicaban a los folletos explicativos de las IIC las Circulares 1/1999 y 1/2001 de la CNMV (norma derogatoria), habiendo entrado en vigor a los veinte días de su publicación (norma final), con una serie de previsiones transitorias sobre la presentación telemática de los folletos, la entrega de éstos a los partícipes y accionistas de las IIC y la actualización de los folletos (norma transitoria).

2. Tipos de folletos

Partiendo del principio general de que los folletos de las IIC deberán contener la información necesaria para que los inversores puedan formarse un juicio fundado sobre la inversión que se les propone y sus riesgos y del particular de que el folleto simplificado deberá estar redactado para que resulte fácilmente comprensible por un inversor medio, la Circular establece los modelos respectivos para las dos formas jurídicas de IIC, de modo tal que, según dispone la norma segunda:

a) Las sociedades gestoras deberán publicar, para cada fondo de inversión que administren, un folleto completo y un folleto simplificado con la información prevista en el Anexo A de la Circular que se agrupa en tres posibles niveles: información del fondo, de un compartimento o de una clase de participación. Adviértase que los reglamentos de gestión forman parte integrante de los folletos completos.

b) Las sociedades de inversión o, en su caso, sus sociedades gestoras o las entidades que ostenten su representación deberán publicar también, en cada caso, un folleto completo y un folleto simplificado con la información prevista en el Anexo B de la Circular que se agrupa en tres posibles niveles: información de la sociedad, de un compartimento o de una serie de acciones. Adviértase que los estatutos sociales forman parte integrante de los folletos completos y que estos folletos se utilizarán, en su caso, también para la verificación de nuevas emisiones, ofertas públicas de venta de valores y admisiones a cotización conforme a lo previsto en el art. 3.4 del Real Decreto 1310/2005.

3. Formas de presentación de los folletos

La Circular establece previsiones sobre las formas de presentación de los folletos:

a) Primero, ante los inversores, conforme al art. 18 de la Ley de IIC, estableciendo tres formas admisibles según su nivel de concreción: folletos completos y simplificados de la IIC respectiva, de un compartimento de la misma o de una clase de participación de un fondo de inversión o de una serie de acción de una sociedad de inversión; y previendo la entrega en soporte físico o su disponibilidad en la web del comercializador (apartados 6 y 7 de la norma segunda).

b) Segundo, ante la CNMV, que se hará por vía telemática salvo autorización específica y que permita la presentación de otro modo (norma tercera).

4. Facultades de la CNMV sobre el contenido de los folletos

Procede destacar que la Circular reconoce a la CNMV facultades tanto para establecer especialidades en cada modelo de folleto, cuando así resulte necesario para la mejor comprensión de los tipos y categorías de IIC, como para exigir a las IIC, a sus gestoras o a sus depositarios cuanta información adicional, advertencias o explicaciones resulten precisas para la información y protección de los inversores y la transparencia de la norma (apartados 3 y 4 de la norma segunda).

5. Actualización de los folletos

Partiendo del principio general de que los folletos deberán actualizarse cuando se produzcan modificaciones de sus elementos esenciales, la Circular distingue dos hipótesis de actualización:

a) Actualización voluntaria por iniciativa de las propias IIC, previa verificación y, en su caso, de la CNMV. A tal efecto, se tipifican las modificaciones esenciales de los folletos de los fondos de inversión (v.g. sustitución de la sociedad gestora o entidad depositaria, transformación del fondo o compartimento, modificación de la política de inversiones o de distribución de resultados, etc.) y de las sociedades de inversión (v.g. otorgamiento, revocación o modificación esencial de los acuerdos de gestión y administración suscritos, sustitución de la entidad depositaria, modificación de la política de inversión, etc.) (norma cuarta).

b) Actualización de oficio por la CNMV cuando elementos esenciales de los folletos de las IIC se vean afectados por inscripciones en otros Registros oficiales de ésta o cuando resulte preciso para adecuarlos a la normativa vigente o para mejorar la información que se suministra a los inversores (norma quinta).

Téngase en cuenta que las actualizaciones de los folletos de las IIC entrarán en vigor cuando se inscriban en el Registro correspondiente de la CNMV y deberán ser objeto de comunicación a los inversores, socios y partícipes, dando lugar, en determinados casos, a un derecho de separación de estos últimos partícipes en forma de reembolso o traspaso total o parcial de sus participaciones (normas sexta y séptima).

6. Comunicación a la CNMV de los nombramientos de administradores y directivos de las sociedades de inversión

Por último, se aprovecha la promulgación de esta Circular 3/2006 para establecer la forma de remisión a la CNMV, por vía telemática, de las circuns-

tancias de composición, nombramiento, cese y reelección de los miembros de los consejos de administración, directores generales o asimilados de las sociedades de inversión o, en su caso, de sus sociedades gestoras o entidades que ostenten su representación (norma adicional).

Alberto Javier Tapia Hermida

9. CIRCULAR DEL BANCO DE ESPAÑA SOBRE INFORMACIÓN A RENDIR POR LA SOCIEDAD ESPAÑOLA DE SISTEMAS DE PAGO

Mediante las modificaciones que se introdujeron en el año 2004 en la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores, se contempla un régimen de supervisión española sobre la Sociedad Española de Sistemas de Pago, S.A. Inicialmente, esa sociedad se denominaba Servicio de Pagos Interbancarios, S.A., pero su régimen se vio afectado por las modificaciones introducidas mediante la disposición adicional 39.^a 3 de la Ley 27/2004, de 27 de diciembre.

A esta sociedad se le encomienda por la citada Ley la relevante función de gestionar el Sistema Nacional de Compensación Electrónica. A su vez, la supervisión de la sociedad corresponde al Banco de España, siempre conforme a la Ley que hemos citado. Pues bien, por medio de la Circular 1/2007, de 26 de enero (v. BOE de 6 de febrero de 2007), el Banco de España ha fijado la información que deberá rendir la Sociedad Española de Sistemas de Pago y ha aprobado su normativa.

En cuanto a lo que constituye el régimen de supervisión de la citada sociedad, nos encontramos con que ésta afecta a lo que son aspectos de organización interna y de organización societaria típicos de la legislación bancaria desde el punto de vista de la supervisión. Cualquier modificación estatutaria deberá someterse a la autorización del Banco de España, y las cuentas anuales de la sociedad, los informes de gestión y de auditoría deberán remitirse también al propio Banco de España, y esa remisión también deberá afectar a la composición del Consejo de Administración y al accionariado que se produzca al cierre de cada ejercicio. También nos encontramos con que deberá comunicarse al Banco de España todo lo que es la normativa que se aplique en relación con los servicios que lleve a cabo la Sociedad Española de Sistemas de Pago.

Junto a ello, la Circular recoge una serie de Circulares que ha venido dictando el Banco de España desde la creación del Sistema Nacional de Compensación Electrónica y que se declara expresamente por la Norma 8.^a de la Circular 1/2007 que seguirán en vigor. En ella se cita un amplísimo catálogo de Circulares que van desde el año 1988 hasta el año 2003.

Alfonso Guilarte Gutiérrez

10. IV SEMINARIO HARVARD-COMPLUTENSE DE DERECHO MERCANTIL

La IV edición del Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil se celebró los días 30 y 31 de octubre de 2006, en la Law School de la Universidad de Harvard con el título “Shareholders rights in listed companies” (“Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas”). El Seminario fue patrocinado por la Fundación ICO y los despachos Garrigues y Allen & Overy, sin cuya inestimable contribución el Seminario no podría haber tenido lugar. La organización estuvo a cargo de la profesora Fuentes Naharro, y contó con la colaboración en todo momento del Real Colegio Complutense en Harvard, y en especial, de su director don Ángel Sáenz Badillos.

La elección del tema objeto del Seminario, los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas, responde al interés que dicha materia despierta en la actualidad, teniendo en cuenta además las recientes propuestas contenidas en el denominado *Código Unificado de Buen Gobierno de Sociedades Cotizadas* (publicado el 19 de mayo de 2006), y las recomendaciones que allí se contienen en cuanto a la revitalización de la Junta General. De este modo, por otra parte, la última edición del Seminario Harvard-Complutense vino a enlazar con las Jornadas sobre Junta General celebradas en la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense de Madrid y organizadas por el Departamento de Derecho Mercantil en los meses de abril y mayo de 2006.

El Seminario comenzó la mañana del día 30 de octubre con una introducción a cargo de David Kennedy, profesor de Derecho de la Harvard Law School y director del European Law Research Center, en la que volvió a manifestarse la disponibilidad de la Harvard Law School a colaborar con el Departamento de Derecho Mercantil de la UCM en la celebración del Seminario y otras iniciativas semejantes.

En la primera de las ponencias, “La posición jurídica del accionista en el Plan de Acción de la UE y en el debate societario USA: cuestiones seleccionadas”, el profesor FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad de Alicante, comenzó señalando algunos de los problemas con los que se enfrenta el Derecho de sociedades cotizadas actual: en concreto, el valor de la posición de socio en cuanto elemento tipológico en el modelo tradicional, su erosión en las sociedades cotizadas, y los riesgos de “sociedades sin socios” o de un “capitalismo sin propietarios”. Ante esta realidad, el profesor Fernández de la Gándara examinó las propuestas comunitarias para el fortalecimiento de la posición de los socios en el marco de las reglas de buen gobierno corporativo, así como las iniciativas españolas desde el Informe Olivencia hasta el Código Conthe, con especial atención a la reforma de la Ley del Mercado de Valores. La ponencia terminó con una serie de consideraciones críticas en torno a la protección de los inversores como instrumento exclusivo al servicio de los mercados de capitales, la obsesión por la maximización del valor de la participación accionarial, los límites a la transparencia, la protección de los intereses de los socios minoritarios, los distintos conflictos de intereses en las cotizadas, y el papel de los inversores institucionales.

A continuación, el profesor MARTÍNEZ ROSADO presentó su comunicación con el título “La propuesta de directiva del Parlamento europeo y del Consejo (presentada por la Comisión el 5 de enero de 2006) sobre el ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas de sociedades que tengan su sede social en un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado, por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE”. El profesor Martínez Rosado analizó alguno de los problemas que plantea el voto de accionistas transfronterizo (voto de accionistas con residencia en un Estado miembro distinto de aquél en que radica la sede social de la sociedad). Comenzó, así, por destacar la complejidad del tema, y las dificultades a las que se ha enfrentado la Directiva analizada. Los puntos esenciales de esta Directiva, a juicio del comunicante, afectarían a aspectos generales (v. gr., tenencia de acciones por inversores extranjeros, confiada normalmente a intermediarios, con la consiguiente dificultad para la sociedad en cuanto al acceso “directo” al verdadero titular de éstas), y a problemas concretos (v. gr., la igualdad de trato entre accionistas en la misma posición, a la que alude el art. 4 de la Propuesta de Directiva, y sobre cuyo verdadero sentido el profesor Martínez Rosado manifestó sus dudas: si es posible interpretar el término “posición” como una circunstancia que incide de manera efectiva en el ejercicio del derecho de voto, los problemas que plantea el ejercicio de los derechos de representación, de información, la posibilidad de emitir instrucciones...).

En la siguiente comunicación, “Una aproximación a la doctrina de las competencias implícitas en el Código Unificado de Gobierno Corporativo”, la profesora FERNÁNDEZ TORRES analizó tanto los orígenes del debate sobre

las competencias implícitas de la Junta en Alemania en torno a la resolución Holzmüller (1982) como el estado del ordenamiento jurídico español, criticando el régimen previsto en la LSA en todo lo relativo a la distribución de competencias sobre operaciones atípicas que en la práctica supongan una modificación estructural de la sociedad (operaciones de segregación patrimonial, de aportación de rama de actividad). Con todo, toda vez que de la LSA puede inferirse una función de supervisión o control para la Junta, sería posible también en nuestro Derecho una extensión de la doctrina sobre competencias implícitas. En opinión de la comunicante, un modelo de competencias implícitas semejante se consagra en el Código Unificado de Gobierno Corporativo, en la medida en que se reconoce la existencia de una competencia implícita de la Junta en tres supuestos: formación de un grupo de sociedades, adquisiciones y enajenaciones de activos operativos esenciales para la sociedad, y operaciones que impliquen la liquidación de la sociedad.

La profesora FUENTES NAHARRO comenzó su comunicación, “La tutela de los denominados socios externos de las sociedades de grupo (una perspectiva general y algunas especiales reflexiones sobre las sociedades cotizadas)”, subrayando el eventual perjuicio para los socios minoritarios de sociedades que pasan a integrar un grupo, con la consiguiente sujeción a directrices que respondan a un interés distinto del de la propia sociedad. En aras de la debida protección de esos socios externos, la profesora Fuentes Naharro indicó que, ante la ausencia de un Derecho de grupos en el ordenamiento español, podría recurrirse a tales efectos a las reglas de tutela de la minoría que nuestro Derecho societario contempla, siempre y cuando ello fuera posible. Por otra parte, la comunicante se mostró a favor de aquella doctrina que considera extensible este tipo de protección no sólo a los socios externos de las sociedades dominadas, sino del mismo modo a los socios externos de la sociedad matriz.

La última comunicación correspondiente a la sesión de mañana, con el título “La posición de los accionistas en el concurso”, corrió a cargo del profesor Andrés GUTIÉRREZ GILSANZ, titular de Derecho Mercantil de la Universidad Rey Juan Carlos. El profesor Gutiérrez Gilsanz hizo repaso de los distintos preceptos de la LC por los que pueden verse afectados los accionistas de la sociedad concursada o en situación próxima a la insolvencia. El comunicante se ocupó, de este modo, de los debates respecto de la competencia para decidir sobre la solicitud de concurso, y la aparente contradicción entre lo dispuesto en el art. 3 LC y en los arts. 262.2 y 5 LSA o 105.1 LSRL. Asimismo, se trataron los derechos reconocidos al socio tras la declaración de concurso, habida cuenta de que la sociedad sigue existiendo; la legitimación para la presentación del convenio, la incidencia que puede tener el contenido del mismo y la eventual oposición a la aprobación; la legitimación de los socios en cuanto a la solicitud de apertura de la fase de liquidación; o el papel de éstos en los casos de conclusión, reapertura del concurso, así como en la pieza de calificación.

La sesión vespertina comenzó con la ponencia del profesor SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, catedrático de Derecho Mercantil de la UCM, “Abogados y sociedades cotizadas. (Pequeñas reflexiones ante un gran problema)”. El ponente comenzó observando la progresiva orientación de la responsabilidad por crisis societarias hacia ciertos profesionales y entidades presentes en los mercados de valores. En este sentido, analizó la experiencia norteamericana, y en concreto la extensión de esa responsabilidad por crisis societarias desde los auditores hasta los abogados. En ese contexto, la ponencia del profesor Sánchez-Calero Guilarte planteaba si es posible adoptar esas soluciones, y además si es posible hacerlo equiparando soluciones normativas y propuestas de recomendaciones. En este sentido, se puso de manifiesto la evolución del modelo normativo de control de la gestión con la introducción de nuevas figuras, subrayando el eventual papel de los abogados en cuanto titulares de información relevante, así como la necesaria coordinación entre la relación cliente-abogado y los principios de la normativa de los mercados de valores. Como elemento de Derecho comparado, y dada la índole del Congreso, se destacó la Sección 307 de la Ley Sarbanes-Oxley: su significado en el marco de la reacción post-Enron, su posterior desarrollo y aplicación, la situación de los abogados como posibles responsables de lo pasado y como instrumento de prevención hacia el futuro, la posible aplicación extraterritorial de dicha Ley, o su eventual recepción en los ordenamientos europeos. En cuanto al ordenamiento español y el papel en el mismo de los abogados de sociedades cotizadas, se hizo referencia tanto a los abogados internos (en particular al Secretario del Consejo de Administración, y en este sentido se analizaron desde la Ley 39/75 de 31 de octubre de 1975 hasta el artículo 116.4 de la LMV o las recomendaciones 17, 32 y 33 del Código Conthe) como a los externos, relacionándolo con el deber de secreto profesional: su definición normativa (art. 542.3 LOPJ), su configuración como deber del abogado y derecho del cliente, su reducción por obra de la jurisprudencia, y el interés público en el funcionamiento correcto de los mercados como posible límite o excepción al secreto profesional. La ponencia terminó con una mención a la responsabilidad profesional del abogado.

En la comunicación “Valoración de activos financieros en las sociedades cotizadas”, a cargo de Icíar ESCUÍN ESPINOSA, colaboradora del Departamento de Derecho Mercantil de la UCM, se analizaron algunos aspectos de la evolución experimentada por la regulación de la contabilidad en la Unión Europea. Así, se destacó la estrategia comunitaria a partir de la Directiva 2001/65/CEE y las novedades introducidas por la Ley 62/2003, con especial referencia a la exigencia de que los grupos de sociedades valoren en el balance consolidado los instrumentos financieros que formen parte de la cartera de negociación o que se consideraran disponibles para la venta, según el modelo del valor razonable. Tras definir lo que nuestra normativa contable considera activo financiero, se justificó su distinto tratamiento respecto de los demás

activos financieros de una empresa, señalando los distintos objetivos que persiguen el principio de prudencia y la valoración por el coste histórico tradicionales, de una parte, y las NIC, de otra. El último punto de la intervención se dedicó a considerar el concepto de rendimiento conforme a las NIC y los mecanismos correctores para que una información dirigida al mercado conforme a tales parámetros no perjudique la garantía que para los acreedores reside en el patrimonio societario.

El profesor Alberto TAPIA HERMIDA, titular de Derecho Mercantil de la UCM, presentó la comunicación “El derecho de información de los socios sobre la solvencia de las sociedades cotizadas: referencia al papel de las agencias de calificación crediticia”. El punto de partida de esta intervención consistía en la necesidad de conocer oportunamente el estado de solvencia de las sociedades cotizadas. El profesor Tapia empezó señalando el mensaje a comunicar: la solvencia y la insolvencia de las sociedades cotizadas, las nociones jurídicamente relevantes de la solvencia, o el deslizamiento de las sociedades cotizadas hacia la insolvencia. Se indicaron asimismo los emisores y receptores de ese mensaje, con especial atención al derecho de información de los accionistas sobre la solvencia de las sociedades cotizadas: el interés legítimo de los accionistas de las sociedades cotizadas por conocer su estado de solvencia; los mecanismos de información sobre la solvencia en los diversos tipos de sociedades (los sistemas de detección de las “señales de alarma”: la información sobre la solvencia de las sociedades anónimas en general en el marco de su junta general y, especialmente, a través de su contabilidad; la información sobre la solvencia de las sociedades cotizadas, en particular, a través de su información financiera periódica; la información sobre la solvencia de las sociedades cotizadas que sean intermediarios financieros a través de sus estados financieros específicos); los controles internos y externos sobre la información relevante para conocer la solvencia de las sociedades cotizadas; aspectos específicos de la transparencia sobre la solvencia de las sociedades cotizadas (en particular, la información privilegiada). A continuación se examinaron los evaluadores externos del mensaje; en concreto, las agencias de calificación crediticia: la calificación de riesgos como evaluación de la solvencia de las sociedades cotizadas; los efectos de la calificación de riesgos sobre las sociedades cotizadas y sobre sus accionistas (sobre las sociedades cotizadas como emisores, sobre los accionistas de las sociedades cotizadas como inversores, el riesgo de conflicto de interés de las agencias de calificación). La comunicación finalizó con unas conclusiones críticas.

Con el título “La legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta”, el profesor VARA DE PAZ, titular de Derecho Mercantil de la UCM, finalizó la primera jornada del Seminario presentando una comunicación en la que pretendía examinar el alcance real que tienen los certificados de legitimación emitidos por las entidades encargadas de

los registros contables en la legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta. El profesor Vara de Paz examinó la cuestión en relación al ejercicio de los derechos económicos y al ejercicio de los derechos políticos, haciendo referencia a las limitaciones que en los estatutos pueden establecerse en esta materia y al sistema sustitutivo de legitimación a través de las tarjetas de asistencia. También se señaló el papel del certificado de legitimación en el supuesto de delegación de voto, para indicar, finalmente, la divergencia entre legitimación y titularidad del derecho que se puede presentar tanto en el supuesto de que no se haya emitido certificado de legitimación, como en el caso de que se haya emitido el certificado de legitimación a pesar del bloqueo de la cuenta, con la oportuna referencia a la responsabilidad en que puede incurrir la entidad emisora, así como las entidades encargadas del registro contable, en estos casos.

La segunda jornada del Seminario se inició con la participación del profesor Lucian BEBCHUK, que presentó una ponencia con el título “The Political Economy of Investor Protection”. Desde una perspectiva jurídico-económica, el profesor de la Harvard Law School analizó las relaciones de las sociedades estadounidenses con determinados partidos políticos o grupos sociales, de los que, a cambio de financiación, obtienen ventajas de forma indirecta. La ponencia sirvió para poner de manifiesto las diferencias entre el Derecho norteamericano y el español en lo que respecta a las normas sobre financiación de partidos políticos, sobre todo en el debate que siguió a la intervención del profesor Bebchuk.

A continuación, la profesora FLORES DOÑA, titular de Derecho Mercantil de la UCM, presentó su comunicación “Tecnologías de la comunicación y de la Información. Tendencias actuales sobre el cumplimiento de los requisitos de transparencia de las sociedades cotizadas”. La profesora Flores Doña examinó distintos puntos de la Directiva 2004/109/EC, en la que se trata de fomentar la utilización de las nuevas tecnologías como instrumento de transparencia. En la comunicación se analizaron las distintas fases en las que podía servir el uso de las nuevas tecnologías como medio de “información corporativa”: v. gr., las cuentas anuales o la información que han de suministrar las autoridades competentes (con un análisis de las páginas web de los órganos supervisores de los mercados de valores en España y los países más significativos de nuestro entorno).

En su comunicación, titulada “La obligación de publicación de los pactos parasociales que afecta a las sociedades cotizadas”, el profesor Raúl BERCOVITZ ÁLVAREZ empezó por analizar la definición de pacto parasocial y el sentido que tiene la obligación de publicidad de ese tipo de pactos para las sociedades cotizadas *ex art. 112 LMV*. El comunicante se ocupó, así, del deber de comunicación inmediata a la sociedad y a la CNMV, del depósito en el Registro Mercantil, y de la publicación en el sentido de hecho relevante. A continuación, el profesor Bercovitz Álvarez comparó los requisitos de transpa-

rencia que establece dicho art. 112 LMV con los que aparecen en el art. 53 de la misma Ley (quien por sí o por persona interpuesta adquiera o transmita acciones de una sociedad cotizada y como resultado el capital suscrito que quede en su poder alcance o exceda los porcentajes del total capital suscrito que se establezcan deberá informar a la Sociedad afectada, a las Bolsas en que se negocien sus acciones y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores). El profesor Bercovitz Álvarez finalizó su intervención indicando asimismo las diferencias entre el art. 112 LMV y los requisitos más exigentes que imponía el párrafo 2.c) de la disposición transitoria tercera de la Ley de Transparencia.

El profesor Fernando MARÍN DE LA BÁRCENA presentó una comunicación sobre “La *derivative action* como medio de tutela de la posición jurídica de socio en las sociedades cotizadas”. La finalidad de esta intervención consistía en analizar la efectividad del régimen legal sobre legitimación subsidiaria de los accionistas para el ejercicio de la acción social de responsabilidad de administradores (art. 134.4 LSA) como elemento del sistema de normas sobre control de la administración en el ámbito de las sociedades cotizadas (Corporate Governance). A partir del estudio de la jurisprudencia norteamericana sobre los requisitos de procedibilidad de la denominada “*derivative action*” y de la reforma de los §§ 147-149 de la AktG por la UMAG, el profesor Marín de la Bárcena señaló los elementos que deberían tenerse en cuenta en una futura reforma del art. 134.4 LSA: el órgano competente para decidir sobre el ejercicio de la acción; la legitimación del accionista individual para su ejercicio o la configuración de dicha acción como un derecho de minoría; el ámbito de aplicación de la acción (limitación a infracciones graves); la exigencia de la adquisición de la condición de socio antes de la comisión del acto antijurídico; el establecimiento de un procedimiento preliminar de autorización o de mérito; los eventuales costes del ejercicio de la acción y los incentivos para el demandante; o el control judicial sobre una posible transacción y la correspondiente publicidad.

En la última comunicación de la mañana, el profesor PÉREZ MILLÁN se ocupó de “La transmisión de la condición de accionista representada mediante anotaciones en cuenta”. Se comenzó por destacar que, con independencia de la fundamentación dogmática que se prefiera, la transmisión de valores representados mediante anotaciones en cuenta se somete a reglas en buena medida semejantes a las que rigen la circulación de los títulos-valores, como, en concreto, indica el art. 9 I, *in fine*, LMV al establecer que la inscripción de la transmisión a favor del adquirente produce los mismos efectos que conlleva la tradición en el caso de títulos. En este sentido, se precisó que el recurso al sistema de título y modo de nuestro Derecho mobiliario a fin de explicar la circulación de los títulos-valores parece que puede referirse únicamente al mecanismo de transmisión propio y especial de los títulos-valores (cfr. arts. 56.1 I LSA, 24 LCCh, y respecto de las anotaciones en cuenta, arts. 9 II y 11 IV LMV). En conclusión, las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta se trans-

miten por el mero consentimiento con los efectos de la cesión de créditos y demás derechos incorporales, mientras que la inscripción de dicha transmisión es necesaria únicamente para que el adquirente resulte legitimado (art. 11 LMV), y pueda disfrutar, en su caso, de la tutela específica que se sigue de la aplicación del régimen cartular (art. 9 III y IV LMV).

El Seminario finalizó en la tarde del día 31 con la ponencia “Delaware’s Takeover Law: The Unvertain Search for Hidden Value” a cargo del profesor de la Harvard Law School Reinier KRAAKMAN. El profesor Kraakman examinó los distintos casos judiciales de adquisición de acciones resueltos de conformidad con la Ley que regula la materia en el Estado de Delaware. El ponente desarrolló su teoría, coincidente en esencia con dicha línea jurisprudencial, a cuyo tenor el valor económico de la corporación resulta visible a los consejos de administración, pero no a los accionistas ni al mercado en general. Para el profesor Kraakman, a partir de esta premisa pueden explicarse la mayoría de los casos resueltos por los tribunales de Delaware, y en los que se incluyen tanto operaciones de adquisición amistosas como hostiles. El ponente señaló la doctrina establecida en la decisión *Smith & Van Gorkom* como la primera de una nueva línea jurisprudencial en materia de adquisiciones de empresas, con independencia de que se lleven a cabo de forma hostil. En esa misma corriente, la resolución del caso *Revlon* vino a consagrar que el órgano de administración ha de emplear la debida diligencia en aras de maximizar el valor para los accionistas una vez que se ha decidido transmitir la compañía. En definitiva, a juicio del profesor Kraakman, no puede olvidarse que existe un valor intrínseco o escondido (“hidden”), invisible para los accionistas y el mercado, que, sin embargo, pueden conocer los administradores. Así se explicaría que la jurisprudencia de los tribunales de Delaware haya admitido ciertas medidas defensivas con las que se pretendía impedir la adquisición de la empresa incluso en supuestos en que se había acordado un precio.

David Pérez Millán

11. LA REFORMA DE LA LEGISLACIÓN DE DEFENSA DE LOS CONSUMIDORES Y USUARIOS

1. Introducción

La reciente Ley 44/2006, de 29 de diciembre, de mejora de la protección de los consumidores y usuarios (en adelante, Ley de Mejora), en vigor desde el día siguiente al de su publicación en el BOE de 30 de diciembre de 2006 (dispo-

sición final primera), ha supuesto un eslabón más —un importante eslabón— en la protección de aquéllos. Como se indica en la Exposición de Motivos, I, su razón de ser es doble. De un lado, dar cumplimiento a una reciente sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas. De otro, incorporar toda una serie de mejoras en la protección de los consumidores.

La Ley se compone de tres artículos, cuatro disposiciones transitorias, dos disposiciones adicionales y once disposiciones finales. De momento, baste señalar que los primeros modifican, respectivamente, la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios (en adelante, LGDCU), la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre Condiciones Generales de la Contratación (en adelante, LCGC), y la Ley 40/2002, de 14 de noviembre, reguladora del Contrato de Aparcamiento de Vehículos; y que las disposiciones finales primera, octava y novena modifican puntualmente la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados (aprobada por R.D. Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, en adelante LOSSP), la Ley 11/2001, de 5 de julio, por la que se crea la Agencia Española de Seguridad Alimentaria, y la Ley 1/2004, de 21 de diciembre, de Horarios Comerciales.

En los apartados siguientes se intenta ofrecer una visión panorámica de la nueva regulación. Para ello hemos estimado preferible dividir el texto en una serie de epígrafes que se corresponden, en mayor o menor medida —pues en algunos casos puede haber cierta interacción— con las materias sobre las que la Ley incide: condiciones generales de la contratación, derecho de información, arbitraje, contrato de aparcamiento, entidades representativas de los consumidores y usuarios, seguridad general de productos, infracciones y sanciones, y otras modificaciones.

2. Modificaciones en materia de condiciones generales de la contratación

2.1. Ampliación del concepto de cláusulas abusivas

El art. 1.4 de la Ley de Mejora da nueva redacción al núm. 1 del art. 10 bis LGDCU, equiparando las prácticas no consentidas expresamente a las estipulaciones no negociadas individualmente. La Ley, por tanto, otorga los mismos efectos a unas y otras, de manera que, p. ej., aquéllas podrán calificarse de abusivas si causan, en detrimento del consumidor, un desequilibrio importante en los derechos y obligaciones de las partes. No obstante, debe advertirse, como señala el dictamen del Consejo de Estado de 13 de marzo de 2006, que aun siendo estimable la finalidad confesada por los redactores del Anteproyecto, la consideración técnica de tales prácticas como “cláusulas abusivas” no es del todo afortunada, pues de hecho ni son cláusulas, sino como mucho usos, ni son

objeto de negociación por su propia naturaleza. En cualquier caso, sí es destacable que dichas prácticas puedan ser calificadas de abusivas.

2.2. Ejercicio de acciones colectivas

Las modificaciones que la Ley de Mejora introduce en materia de acciones colectivas son dos. Por un lado, los arts. 1.3 y 2.2 dan nueva redacción a los arts. 10.2 LGDCU y 6.2 LCGC respectivamente, que pasan a disponer que la regla de la interpretación más favorable al consumidor solamente será aplicable cuando se ejerciten acciones individuales. En ambos casos se trata de transponer adecuadamente el art. 5 de la Directiva 93/13/CEE, siguiendo las indicaciones de la sentencia de 9 de septiembre de 2004 del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (Asunto C-70/2003). La sentencia indica, en efecto, que conforme al art. 5.III de la Directiva la norma de interpretación favorable al consumidor no será aplicable en el marco de los procedimientos correspondientes a las acciones de cesación, pues —razona el mismo Tribunal— cuando se ejercita la acción de cesación no se está valorando una cláusula que forma parte de un contrato, sino que puede llegar a formar parte de un contrato. Pues bien, suponiendo que la cláusula perjudica los intereses de los consumidores, es más “sencillo” declararla nula por oscura o ambigua interpretándola de manera objetiva que si se interpreta conforme a la regla de la interpretación más favorable para el consumidor.

Por otro lado, el art. 1.15 de la Ley de Mejora da nueva redacción al núm. 3 de la disposición adicional tercera de la LGDCU, ampliando la legitimación para el ejercicio de la acción de cesación contra determinadas “conductas de empresarios o profesionales” al Instituto Nacional de Consumo (INC) y a “los órganos o entidades correspondientes de las Comunidades Autónomas y de las corporaciones locales en materia de defensa de los consumidores”. Téngase en cuenta que el INC estaba legitimado para ejercitar la acción de cesación contra “la utilización o recomendación de cláusulas abusivas” [arts. 10 ter 3.a) LGDCU y 16.4 LCGC]. De esta forma, el INC podrá ejercitar dicha acción, p. ej., cuando se infrinja la normativa de etiquetado, de presentación o de publicidad de productos, en caso de que no figure una indicación de precios, etc.

2.3. Extensión del régimen de protección de los consumidores

Los artículos 1.4 y 2.1 de la Ley de Mejora modifican los artículos 10 bis 3 LGDCU y 3.II LCGC, posibilitando en adelante la aplicación de las normas de protección de los consumidores frente a las cláusulas abusivas, incluso aunque el consumidor haya elegido como derecho aplicable el de un tercer Estado, cuando el contrato mantenga una relación “estrecha” con el territorio de un

Estado miembro de la UE. De esta manera, se da cumplimiento asimismo a la sentencia citada en el apartado anterior del Tribunal de Justicia, que entendió que España había introducido restricciones a lo dispuesto en el art. 6.2 de la Directiva 93/13/CE, ya que la redacción anterior del art. 10 bis 3 LGDCU permitía dicha aplicación en los términos previstos por el art. 5 del Convenio de Roma de 1980 sobre Ley aplicable a las obligaciones contractuales, precepto que solamente era aplicable a determinados contratos, y la del art. 3.II LCGC exigía que el adherente hubiera emitido su declaración negocial en territorio español y que tuviera en éste su residencia habitual⁽¹⁾.

2.4. Prohibición de cláusulas que impongan obstáculos abusivos o desproporcionados para el ejercicio de los derechos reconocidos al consumidor en el contrato. Prohibición del “redondeo al alza”

Tal vez la modificación de mayor calado que la Ley introduce es la que, sintéticamente, prohíbe las cláusulas que limiten el ejercicio de los derechos reconocidos en el contrato mediante la imposición de obstáculos onerosos o desproporcionados (art. 12.2 LGDCU, en la nueva redacción dada por el art. 1.6 de la Ley de Mejora). Esta reforma es coherente con la Directiva 2005/29/CE, de 11 de mayo de 2005, del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre prácticas comerciales, que prohíbe los obstáculos no contractuales para el ejercicio de tales derechos por considerarles prácticas comerciales “agresivas” y, por tanto, un supuesto de competencia desleal (Directiva pendiente aún de transposición, cuyo plazo expira el 12 de junio de 2007). Prueba de la importancia de esta norma es que el legislador no sólo quiere que se aplique efectivamente, sino que intenta que lo sea en breve plazo, y de ahí que la disposición transitoria primera establezca que los contratos con los consumidores deberán adaptarse a las modificaciones introducidas por la Ley en los dos meses siguientes a su entrada en vigor, transcurridos los cuales las cláusulas que lo contradigan se reputarán nulas. La regla anterior se completa con las siguientes disposiciones.

- En primer lugar, “en los contratos de prestación de servicios o suministro de bienes de tracto sucesivo o continuado se prohíben las cláusulas que establezcan plazos de duración excesiva o limitaciones que

(1) En este último precepto se añade, tras la reforma, una última frase, a tenor de la cual cuando el adherente sea un consumidor se aplicará el art. 10 bis.3 LGDCU, y en este último, además de suprimirse la referencia al art. 5 del Convenio de Roma, se añade un segundo párrafo a tenor del cual “se entenderá, en particular, que existe un vínculo estrecho cuando el profesional ejercite sus actividades en uno o varios Estados miembros del Espacio Económico Europeo, o por cualquier medio de publicidad o comunicación dirigiere tales actividades a uno o varios Estados miembros y el contrato estuviere comprendido en el marco de esas actividades. En los contratos relativos a inmuebles se entenderá, asimismo, que existe un vínculo estrecho cuando se encuentren situados en el territorio de un Estado miembro”.

excluyan u obstaculicen el derecho del consumidor a poner fin al contrato” (nuevo art. 12.3.I LGDCU). Estos contratos deberán contemplar expresamente el procedimiento a través del cual el consumidor puede ejercitar su derecho a poner fin al contrato (art. 12.4).

- El consumidor podrá ejercer su derecho a poner fin al contrato en la misma forma que lo celebró, sin ningún tipo de sanción o carga onerosa o desproporcionada. El propio art. 12.3.II enumera algunas de estas sanciones o cargas⁽²⁾:
 - Pérdida de las cantidades abonadas por adelantado;
 - Abono de cantidades por servicios no prestados efectivamente;
 - Ejecución unilateral de cláusulas penales;
 - Fijación de indemnizaciones por daños no causados efectivamente.

Por lo que se refiere al abono de cantidades por servicios no prestados efectivamente, el legislador ha seguido el criterio fijado para las operaciones bancarias en su normativa específica⁽³⁾. Dicha previsión se completa con la nueva cláusula 7 bis de la disposición adicional primera LGDCU, que considera abusivas “las estipulaciones que prevean el redondeo al alza en el tiempo consumido o en el precio de los productos o servicios o cualquier otra estipulación que prevea el cobro por productos o servicios no efectivamente usados o consumidos de manera efectiva”. La cláusula, aunque redactada con carácter general, está pensada principalmente para los sectores de las telecomunicaciones y de los aparcamientos, y —tal y como señala el dictamen del Consejo de Estado— no impide las fórmulas de tarificación tales como la tarifa plana, pues en este caso el consumidor contrata un servicio por unidades globales de tiempo, mientras que la Ley de Mejora lo que prohíbe es el redondeo cuando el criterio de fijación es el tiempo real consumido. De hecho, ya la sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 4 de Madrid de 21 de diciembre de 2005 había condenado a las empresas demandadas a la supresión de la fórmula de tarificación consistente en cobrar entero el primer minuto, y por bloques de tiempo o por tramos (v. gr., de treinta segundos) después del primer minuto, de manera que una conver-

(2) Además, la nueva cláusula 17 bis de la disposición adicional primera LGDCU (introducida por el art. 1.14 de la Ley de Mejora) prevé dichas conductas como abusivas.

(3) Tanto la Norma 5.^a —última frase— de la 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, como la Norma 3.^a, núm. 3, de la Circular 8/1990, de 7 de septiembre, a Entidades de crédito, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela, disponen que “las comisiones o gastos repercutidos deberán responder a servicios efectivamente prestados o a gastos habidos”.

sación de un minuto y treinta y un segundos cuesta lo mismo que una de dos minutos.

En fin, la nueva redacción del art. 34.10 LGDCU dada por el art. 1.11 de la Ley de Mejora considera “infracciones en materia de defensa de los consumidores y usuarios” las conductas descritas (limitaciones o exigencias injustificadas al derecho del consumidor de poner fin a los contratos...).

2.5. Protección al comprador de viviendas

La nueva cláusula 22 de la disposición adicional primera LGDCU, modificada por el art. 1.14 de la Ley de Mejora, considera abusiva, como ocurría con la redacción anterior, la imposición al consumidor de los gastos de documentación y tramitación que por ley corresponda al profesional y, en particular, respecto a la compraventa de viviendas, “la estipulación de que el consumidor ha de cargar con los gastos derivados de la preparación de la titulación que por su naturaleza correspondan al profesional (obra nueva, propiedad horizontal, hipotecas para financiar su construcción o su división y cancelación)”. Pero además, se añaden ahora a propuesta del Consejo de Consumidores y Usuarios las tres siguientes:

- La cláusula o estipulación que obligue al consumidor a subrogarse en la hipoteca del profesional de la vivienda o imponga penalizaciones en los supuestos de no subrogación. El Dictamen del Consejo de Estado señala que la consideración de esta cláusula como abusiva se fundamenta en que la imposición de la subrogación del comprador supone que éste tiene que hacer frente a los gastos de la hipoteca del vendedor, incluso en condiciones más onerosas de las que podría encontrar en el mercado bancario. La medida resulta, por tanto, del todo acertada.
- La estipulación que imponga al consumidor el pago de tributos en los que el sujeto pasivo es el profesional (se está pensando sobre todo en el Impuesto sobre el Incremento del Valor de los Terrenos de Naturaleza Urbana o “Impuesto sobre la Plusvalía”, pues el art. 106.1.b) del texto refundido de la Ley reguladora de las Haciendas Locales, aprobado por R.D. Legislativo 2/2004, de 5 de marzo, considera sujeto pasivo al vendedor.
- La estipulación que imponga al consumidor los gastos derivados del establecimiento de los accesos a los suministros generales de la vivienda, cuando ésta deba ser entregada en condiciones de habitabilidad.

2.6. Integración de los contratos conforme a la buena fe objetiva

La nueva redacción dada por el art. 1.4 de la Ley de Mejora al apartado 2 del art. 10 bis LGDCU obliga al Juez a integrar el contrato, en la parte afectada por la nulidad, o en los casos de omisión de información contractual relevante, con arreglo a lo dispuesto en el art. 1258 CC, esto es, conforme a la buena fe, al uso y a la ley, así como al principio “de buena fe objetiva”. La buena fe objetiva, según un sector doctrinal y jurisprudencial, supone que el contrato debe ser interpretado de manera que el sentido que se le atribuya sea el más conforme para llegar a un desenvolvimiento leal de las obligaciones contractuales. De esta forma, se contrapone a la buena fe subjetiva, que el CC utiliza como criterio de determinación de efectos jurídicos en algunos supuestos (v. gr., arts. 79, 464 o 1164).

El mismo precepto confiere al Juez facultades moderadoras, tanto respecto a los derechos y obligaciones de las partes como respecto a las consecuencias de la ineficacia, en caso de perjuicio apreciable para el consumidor o usuario, como ya ocurre en otras leyes de aplicación a los consumidores (cfr. art. 11 de la Ley 28/1998, de 13 de julio, de Venta a Plazos de Bienes Muebles). Dicha norma intenta además que el contrato subsista, disponiendo a tal efecto que el Juez sólo podrá declarar la ineficacia del contrato cuando las cláusulas subsistentes determinen una situación no equitativa en la posición de las partes que no pueda ser subsanada. En este sentido, la subsistencia del contrato en la medida de lo posible ya se contenía en el art. 10.1 LCGC, pero en unos términos no tan beneficiosos para el consumidor, pues este precepto establece que la no incorporación al contrato de las cláusulas de condiciones generales o la declaración de nulidad de las mismas no determinará la ineficacia total del contrato, si éste puede subsistir sin tales cláusulas, extremo sobre el que deberá pronunciarse la sentencia, mientras que el nuevo art. 10 bis 2 LGDCU determina la subsistencia del contrato sólo cuando las cláusulas subsistentes determinen una situación no equitativa en la posición de las partes.

3. El derecho de información

Sabido es que el derecho de información constituye un pilar fundamental en la protección de los consumidores y un derecho básico de éstos [cfr. art. 2.1.d) LGDCU]. La Ley objeto del presente comentario, como no podía ser de otra forma, potencia o mejora algunos aspectos de este derecho. Algunas manifestaciones de esta mejora las hemos visto ya: el consumidor tiene derecho a que se especifique en el contrato el procedimiento para poner fin al contrato [nuevo apartado g) del art. 13.1 LGDCU, introducido por el art. 1.7 de la Ley de Mejora]. Además, los bienes, productos y servicios puestos a disposición de los consumidores y usuarios deberán incorporar, llevar consigo o permitir de forma

cierta y objetiva una información veraz, eficaz y suficiente sobre los aspectos que detalla el art. 13 LGDCU. No obstante, lo que interesa destacar es que, tras las modificaciones introducidas en este precepto por el art. 1.7 de la Ley de Mejora, en dicha información deberá figurar la relativa a las condiciones esenciales del contrato, en particular sobre sus condiciones jurídicas y económicas y la información sobre el precio completo, “desglosando, en su caso, el importe de los incrementos o descuentos que sean de aplicación, de los gastos que se repercutan al consumidor o usuario y de los gastos adicionales por servicios accesorios, financiación u otras condiciones de pago o similares”.

En cuanto a la forma de prestar dicha información, los números 3 y 4 del art. 13 (añadidos por el art. 1.7 de la Ley de Mejora), contienen dos reglas. De un lado, la información precontractual debe facilitarse al consumidor de forma gratuita (núm. 3). De otro, las oficinas y servicios de información y atención al cliente que las empresas pongan a disposición de éstos deberán asegurar que el propio cliente tenga constancia de sus quejas y reclamaciones, y si tales servicios utilizan la atención telefónica o electrónica “deberán garantizar una atención personal directa, más allá de la posibilidad de utilizar complementariamente otros medios técnicos a su alcance”.

Por otro lado, la nueva redacción del art. 3.1.d) de la Ley 40/2002, de 14 de noviembre, reguladora del Contrato de Aparcamiento de Vehículos, mejora la redacción anterior, al disponer que el titular del aparcamiento estará obligado a “indicar por cualquier medio que posibilite su conocimiento antes de contratar y de manera fácilmente perceptible los precios, horarios y las normas de uso y funcionamiento del aparcamiento, incluido si es práctica habitual del aparcamiento requerir al usuario la entrega de las llaves del vehículo”.

4. Medidas en relación con el arbitraje

Dadas las indudables ventajas que el arbitraje de consumo presenta para los consumidores (carácter gratuito, el hecho de que se encuentren bajo la salvaguarda de la Administración pública), la Ley de Mejora trata de potenciar su uso en relación con otros tipos de arbitrajes (los de derecho o equidad regulados en la Ley 60/2003, de 23 de diciembre, de Arbitraje). En este sentido, aunque el art. 10.4 LGDCU tiene por objeto prevenir que se imponga al consumidor un arbitraje distinto del de consumo, estableciendo a tal efecto que la negativa del consumidor a someterse a un sistema arbitral diferente del del art. 31 (arbitraje de consumo) “no podrá impedir por sí misma la celebración del contrato principal”, esta previsión se ha revelado ineficaz en la práctica, tal y como indica la Exposición de Motivos (núm. VII) de la Ley de Mejora. De ahí que esta última, de un lado, suprima el art. 10.4, y de otro, modifique el art. 31, reconduciendo los pactos de sumisión al momento en que surge la controversia, que es cuando el consumidor se encuentra en condiciones de evaluar correctamente su deci-

sión. Por tanto, se prohíbe toda cláusula o pacto que, antes de la aparición de la controversia, imponga al consumidor un arbitraje distinto del de consumo (arbitrajes que suelen estar estrechamente vinculados a sectores empresariales —vid., por ejemplo, el supuesto resuelto por la sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas de 26 de octubre de 2006, que declaró abusiva la cláusula compromisoria que sometía cualquier litigio derivado del contrato al arbitraje de la Asociación Europea de Arbitraje de Derecho y Equidad—, aunque nada impide que, una vez que surja la controversia, las partes puedan someterse a un arbitraje distinto del de consumo. La norma establece asimismo que todos los pactos que contravengan esta previsión serán nulos. Esto mismo es lo que se contiene en el nuevo art. 61.3 LOSSP en relación con los seguros privados (vid. la disposición final primera de la Ley de Mejora).

Además, la disposición final sexta insta al Gobierno para dictar una nueva regulación del sistema arbitral de consumo, “regulando también el arbitraje virtual”. También señala que reglamentariamente se determinarán los supuestos en que podrá interponerse reclamación ante la Junta Arbitral Nacional frente a las resoluciones de las Juntas Arbitrales territoriales sobre admisión o inadmisión de las solicitudes de arbitraje y los supuestos en que actuará un árbitro único, tan conveniente para el ahorro de gastos y que cuenta ya con supuestos en nuestro derecho que guardan cierta analogía (v. gr., la administración concursal se compone de un solo miembro cuando el concurso es abreviado, arts. 190 y 191 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal).

5. El contrato de aparcamiento

El art. 3 de la Ley de Mejora modifica algunos preceptos de la Ley 40/2002, de 14 de noviembre, reguladora del Contrato de Aparcamiento de Vehículos. En concreto:

- Ya se ha señalado que la prohibición del redondeo al alza alcanza al contrato de aparcamiento, pero también se recoge expresamente en el nuevo núm. 2.b) de la Ley del Contrato de Aparcamiento. En todo caso, debe tenerse en cuenta que sobre el mismo existían ya algunos pronunciamientos judiciales favorables a los consumidores⁽⁴⁾. Como

(4) En concreto, el dictamen del Consejo de Estado menciona la sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 46 de Madrid, de 20 de marzo de 2004, que estimó la acción de cesación interpuesta por el INC contra diversas empresas de aparcamientos, condenándolas a eliminar de sus condiciones generales la cláusula “hora o fracción” y a cesar en su utilización, fallo confirmado por la sentencia de la AP de Madrid de 8 de septiembre de 2005. Además, la sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 1 de Alicante de 3 de enero de 2005 estimó la nulidad de dicha cláusula “hora o fracción”.

es lógico, la prohibición del redondeo al alza no alcanza al llamado “estacionamiento con reserva de plaza”, esto es, aquél en el que el precio se fija a tanto alzado y de forma global al contratarse por un período de tiempo determinado (días, meses, años).

- El art. 2 de la Ley del Contrato de Aparcamiento dispone que quedan excluidos del ámbito de aplicación de dicha Ley: “[...] b) Los estacionamientos no retribuidos directa o indirectamente”, mejorando así la redacción respecto a la dicción derogada, que excluía los estacionamientos realizados en locales o recintos dependientes o accesorios de otras instalaciones, o que fueran gratuitos. De esta manera, no cabe duda de que cuando exista una retribución, aunque sea indirecta (v. gr., la utilización gratuita se supedita a la realización de una determinada compra), el aparcamiento queda incluido bajo el ámbito de la Ley.
- Por último, se prevé que el titular del aparcamiento tiene la obligación de entregar al usuario en formato papel o en cualquier otro soporte duradero “que permita su conservación” un justificante o resguardo del aparcamiento, obligación de la que estarán exentos los aparcamientos de uso exclusivo para clientes de establecimientos comerciales con sistemas de control de acceso y cuyo horario coincida con el del establecimiento. Además, el vehículo se identificará mediante su matrícula o por cualquier marcador que permita tal identificación en el justificante o resguardo del aparcamiento entregado al usuario [nueva redacción del art. 3.1.b)].

6. Entidades representativas de los consumidores y usuarios

6.1. Las asociaciones de consumidores y usuarios

El art. 1.8 de la Ley de Mejora modifica el capítulo VI de la LGDCU (arts. 20 a 22). Tal y como reza la nueva redacción del art. 20, dicho capítulo tiene por objeto adaptar el régimen básico de las asociaciones de consumidores a lo previsto en el art. 1.3 de la Ley Orgánica 1/2002, de 22 de marzo, reguladora del Derecho de Asociación, a tenor del cual “se registrarán por su legislación específica [...] las Asociaciones de Consumidores y Usuarios”. Pues bien, la nueva regulación se puede sintetizar como sigue.

Se define a las asociaciones de consumidores y usuarios caracterizándolas por su finalidad: son aquellas organizaciones sin ánimo de lucro que, constituidas conforme a su legislación específica, “tengan como finalidad la defensa de los derechos e intereses legítimos de los consumidores, incluyendo su información, formación y educación, bien sea con carácter general, bien en relación con productos y servicios determinados” (art. 20 bis.1.I). Además, el art. 20 bis.1.II

equipara las entidades constituidas por consumidores con arreglo a la legislación de cooperativas a las asociaciones de consumidores y usuarios, siempre que respeten los requisitos exigidos en la LGDCU y entre cuyos fines figure la educación y formación de sus socios, estando obligadas a constituir un fondo con tal objeto⁽⁵⁾. Esta equiparación tiene gran importancia entre otras cosas porque —como indica el núm. 3 del mismo precepto— las asociaciones de consumidores y usuarios “son las únicas legitimadas para actuar en nombre y representación” de éstos.

Las asociaciones de consumidores y usuarios de ámbito estatal y las que no desarrollen principalmente sus funciones en el ámbito de una comunidad autónoma deberán inscribirse en el Registro Estatal de Asociaciones de Consumidores que se gestiona en el INC⁽⁶⁾ (los requisitos para la inscripción se determinarán reglamentariamente, tal y como dispone el núm. 2 del art. 21 ter). La inscripción está supeditada a que la asociación reúna los requisitos exigidos en el capítulo VI LGDCU (art. 21, núms. 2 y 5)⁽⁷⁾. El incumplimiento de los requisitos que tenga lugar una vez inscrita la asociación hará perder a ésta la condición de asociación de consumidores, sin perjuicio del mantenimiento de su personalidad jurídica con arreglo a la legislación general de asociaciones o cooperativas (art. 21.6.II). Por otra parte, el Registro deberá adaptar su funcionamiento a lo previsto por la Ley de Mejora en el plazo de seis meses desde la entrada en vigor de la Ley (disposición transitoria cuarta).

Con el fin de procurar que se reúnan las condiciones necesarias para el cumplimiento de su fin (ausencia de ánimo de lucro, independencia o imparcialidad de la asociación), el art. 21 LGDCU enumera una serie de prohibiciones. Tras señalar en el núm. 1 que la obtención de subvenciones u otros recursos públicos no debe mermar la independencia de la asociación, el núm. 2 prohíbe incluir como asociados a personas con ánimo de lucro, percibir ayudas económicas o financieras de empresas que suministran bienes o servicios a los consumidores o usuarios, etc. Para facilitar asimismo el cumplimiento de su finalidad, la Ley permite a las asociaciones de consumidores y usuarios integrarse en

⁽⁵⁾ Vid., en este sentido, el art. 88 de la Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas.

⁽⁶⁾ La inscripción en este Registro tiene eficacia en orden a calificar a la asociación como de consumidores y usuarios, pero téngase en cuenta que adquieren personalidad por su constitución conforme a lo previsto en la legislación de asociaciones, no con la inscripción, pues conforme al art. 22.3 de la Constitución la inscripción de las asociaciones debe serlo a los solos efectos de publicidad.

⁽⁷⁾ En este sentido, la nueva redacción que el art. 1.2 de la Ley de Mejora da al art. 8.3 LGDCU suprime la mención “constituidas de acuerdo con lo establecido en esta Ley”, que había sido declarada inconstitucional por la sentencia del TC 15/1989, de 26 de enero.

uniones, federaciones o confederaciones que tengan los mismos fines⁽⁸⁾ (art. 20 bis 2), así como participar en sociedades mercantiles siempre que éstas tengan como objeto social exclusivo el desarrollo de actividades que sirvan a los fines de información, formación y defensa de los consumidores y usuarios, y que su capital social corresponda íntegramente a la asociación de consumidores y usuarios. A estas sociedades también les son aplicables las prohibiciones del art. 21.2, y para llevar un mejor control de éstas se les impone el deber de presentar las cuentas anuales en el Instituto Nacional de Consumo (art. 21.3).

Por otra parte, las asociaciones de consumidores y usuarios deben definir estatutariamente o por acuerdo adoptado en la Asamblea General el marco legítimo de su colaboración con los operadores del mercado, siempre en defensa de los consumidores y de la leal competencia, así como los supuestos en que podrán celebrarse convenios o acuerdos de colaboración con éstos, que deberán cumplir los requisitos que señala el art. 21 bis (consistir en la realización de actuaciones, trabajos, estudios o publicaciones de interés general para los consumidores y usuarios, etc.).

Las asociaciones de consumidores y usuarios de ámbito supraautonómico tienen los derechos reconocidos en el nuevo art. 22 LGDCU: ser declaradas de utilidad pública, percibir ayudas y subvenciones públicas, representar a sus asociados y ejercer las correspondientes acciones en defensa de éstos, disfrutar del derecho de asistencia jurídica gratuita e integrarse en el Consejo de Consumidores y Usuarios.

En fin, la disposición adicional tercera de la Ley de Mejora establece el régimen transitorio en esta materia. Las asociaciones de consumidores y usuarios deberán adaptarse a lo dispuesto por la Ley en un período de seis meses, pero las obligaciones establecidas por el art. 21 bis (definición por parte de las asociaciones del marco de colaboración con los operadores del mercado, definición de los supuestos en que podrán celebrarse acuerdos o convenios de colaboración con éstos) serán exigibles desde la entrada en vigor de la Ley.

6.2. El Consejo de Consumidores y Usuarios

Los nuevos arts. 22 bis y 22 ter LGDCU (introducidos por el art. 1.8 de la Ley de Mejora) se refieren al Consejo de Consumidores y Usuarios, que —señalan— integrará a las asociaciones de consumidores y usuarios de ámbito supraautonómico más representativas. Se trata de un órgano de consulta y representación institucional de los consumidores y usuarios. Entre otras funciones, el Consejo será oído en consulta en la elaboración de normas de carácter

(8) Lo mismo permite, para las cooperativas, el art. 79 de su Ley reguladora, precepto que hay que entender aplicable a las cooperativas de consumidores y usuarios.

estatal en materia de consumidores y usuarios, se le podrán solicitar dictámenes, articulará mecanismos de cooperación con los órganos de consulta y representación y de los consumidores constituidos por las comunidades autónomas, etc.⁽⁹⁾

7. Seguridad general de productos

En materia de seguridad de productos se añade el art. 6 bis LGDCU (art. 1.1 de la Ley de Mejora), que otorga grandes facultades a las Administraciones públicas “ante situaciones de riesgo para la salud y seguridad de los consumidores y usuarios” para adoptar las medidas que sean necesarias y proporcionadas para la desaparición del riesgo, “incluida la intervención directa sobre las cosas y la compulsión directa sobre las personas”, siendo los gastos a cargo de quien haya causado la situación de riesgo.

La Ley contiene además otras dos previsiones en materia de seguridad alimentaria. Por un lado, la disposición final séptima insta al Gobierno a actualizar en el plazo de un año el catálogo de bienes y servicios de uso común, ordinario y generalizado, incluido en el Anexo I del R.D. 1507/2000, de 1 de septiembre, que actualiza los catálogos de productos y servicios de uso común, ordinario y generalizado y de bienes de naturaleza duradera, incorporando a él los servicios de la sociedad de la información. Por otro, la disposición final octava modifica algunos preceptos de la Ley 11/2001, de 5 de julio, por la que se crea la Agencia Española de Seguridad Alimentaria, que en adelante pasa a denominarse “Agencia Española de Seguridad Alimentaria y Nutrición”. En concreto, se añade entre sus funciones la de propiciar la colaboración y coordinación de las Administraciones Públicas competentes en materia de seguridad alimentaria y nutrición [art. 2.1.a)], así como la de planificar, coordinar y desarrollar estrategias y actuaciones que fomenten la información, educación y promoción de la salud en el ámbito de la nutrición y en especial la prevención de la obesidad; y se legitima a la Agencia para el ejercicio de la acción de cesación frente a conductas que lesionen los intereses colectivos o difusos de los consu-

⁽⁹⁾ Su composición y funciones se remiten a desarrollo reglamentario, lo cual ciertamente no se entiende, ya que el Consejo fue regulado recientemente por el R.D. 894/2005, de 22 de julio, cuyo art. 2 se refiere a las funciones del mismo y el art. 3 a su composición.

La Ley de Mejora (art. 1.13, que añade el art. 42 LGDCU) también se refiere a la Conferencia Sectorial de Consumo, máximo órgano de cooperación institucional del Estado con las Comunidades Autónomas. Presidida por el Ministro de Sanidad y Consumo e integrada por éste y por los Consejeros competentes en esta materia por las Comunidades Autónomas, tiene como funciones, entre otras, la de servir de cauce de información, colaboración y comunicación entre el Estado y las Comunidades Autónomas, aprobar los criterios y propuestas comunes de actuación, cooperar e impulsar las Campañas Nacionales de Inspección y Control, etc.

midores y usuarios tanto en el ámbito de la seguridad de los alimentos dirigidos al consumo humano como en lo referido a las alegaciones nutricionales, y para solicitar al anunciante la cesación o rectificación de la publicidad ilícita que afecte a los intereses colectivos o difusos de los consumidores y usuarios en los mismos ámbitos que los señalados para la acción de cesación.

8. Infracciones y sanciones

La Exposición de Motivos, VIII, señala que la Ley de Mejora pretende aclarar el alcance de las competencias sancionadoras atribuidas al Estado y a las Comunidades Autónomas por el art. 13.1 del RD 1801/2003, de 26 de diciembre, sobre seguridad general de los productos. Así, la nueva redacción del art. 32.3 LGDCU comienza señalando que las Administraciones públicas españolas que sean competentes en cada caso sancionarán las infracciones de consumo cometidas en territorio español aunque el responsable no sea de nacionalidad española o tenga su domicilio o sus establecimientos en el extranjero. Por tanto, la competencia sancionadora en materia de consumo se atribuye en función del lugar donde se comete la infracción.

La nueva redacción del art. 32.4, como señala el Consejo de Estado en su dictamen, determina los criterios de atribución de la competencia sancionadora en el supuesto de infracciones interautonómicas, y si bien sugiere la posibilidad de que una misma infracción sea sancionada en más de una ocasión por autoridades autonómicas distintas, la concurrencia de varias Administraciones se viene solventando satisfactoriamente a través de los acuerdos de inhibición adoptados por los órganos competentes de las Comunidades Autónomas en el seno de la Conferencia Sectorial de Consumo, que es lo que precisamente se dice en el art. 13.3 del RD mencionado. En todo caso, la disposición final cuarta obliga al Gobierno a remitir a las Cortes en el plazo de dos años un proyecto de ley de modificación de la LGDCU que establezca las reglas sobre infracciones y sanciones en materia de consumo. Lógicamente, en tanto las Comunidades Autónomas han asumido competencias en materia de consumidores y usuarios, dicho proyecto sólo podrá tipificar infracciones y sanciones en las materias en las que el Estado ostente competencia.

9. Otras modificaciones

— El art. 11.1 LGDCU, tras la nueva redacción dada por el art. 1.5 de la Ley de Mejora, añade que el régimen de comprobación, reclamación, garantía y posibilidad de renuncia o devolución que se establezca en los contratos deberá ser aplicable no sólo en caso de incumplimiento, sino también —añade ahora el precepto— en caso de cumplimiento defectuoso del contrato. Además —se añade ahora también— “la devolución del precio del producto habrá de ser total

en el caso de que se encuentre dentro del plazo de garantía legal, en los términos previstos en la Ley de Garantías en la Venta de Bienes de Consumo”.

— El art. 5.3 de la Ley 1/2004, de 21 de diciembre, de Horarios Comerciales, en la nueva redacción dada por la disposición final novena de la Ley de Mejora, permite a las Comunidades Autónomas determinar los días y horas en que los pequeños establecimientos podrán permanecer abiertos al público en función de las necesidades comerciales, siempre que, como mínimo, la superficie útil de exposición y venta al público sea de 150 metros cuadrados.

— La disposición adicional primera de la Ley de Mejora contempla la devolución extraordinaria del Impuesto sobre Hidrocarburos para agricultores y ganaderos.

— La disposición adicional segunda de la Ley de Mejora dispone que la sanción por las infracciones previstas en la Ley 32/2003, de 3 de noviembre, General de Telecomunicaciones, corresponderá a los organismos previstos en el art. 58 de dicha Ley.

Javier Martínez Rosado

12. JORNADA SOBRE EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

1. Organización y objetivos de la jornada

La Jornada sobre el buen gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, celebrada el 6 de noviembre de 2006 en la Universidad de Zaragoza se enmarca en un Ciclo de Jornadas organizadas conjuntamente por la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales y la Facultad de Derecho, bajo la coordinación de Reyes PALÁ LAGUNA, Profesora titular de Derecho Mercantil en la Universidad de Zaragoza. Estas jornadas han tenido como finalidad abordar tanto desde la perspectiva jurídica como desde un enfoque económico cuestiones de máxima actualidad, propiciando un fructífero intercambio de ideas entre especialistas y prácticos del máximo nivel directamente relacionados con los temas que se han venido tratando.

Así, la jornada que constituye el objeto de esta reseña orbitó en torno al análisis del Código unificado de buen gobierno corporativo, aprobado por la

CNMV el 22 de mayo de 2006, y sus repercusiones en las sociedades cotizadas españolas, contando con la presencia de expertos de reconocido prestigio y altos cargos de la CNMV implicados en su aprobación y desarrollo.

2. Contenido y desarrollo

La conferencia inaugural, que llevó por título el “El Código Unificado de buen gobierno”, estuvo a cargo de Manuel CONTHE GUTIÉRREZ, Presidente de la CNMV y principal impulsor del Código Unificado. En ella se expusieron los antecedentes y el proceso de gestación del Código, así como los principios básicos que lo inspiran, los problemas que está llamado a resolver y algunas de sus recomendaciones más significativas.

El Presidente de la CNMV destacó que el Código es fruto de los trabajos del Grupo Especial creado por el Gobierno el 25 de julio de 2005, con la finalidad de asesorar a la CNMV en la armonización y actualización de las recomendaciones contenidas en el Informe Olivencia⁽¹⁾ y en el Informe Aldama⁽²⁾ sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas. El Grupo Especial, constituido el 16 de septiembre de 2005 e integrado por representantes del sector público y privado, aprobó el 18 de enero de 2006 por unanimidad un Proyecto de Recomendaciones, integrado por el Proyecto de Código Unificado de Recomendaciones sobre buen gobierno de sociedades cotizadas, dirigido a las sociedades cotizadas en Bolsa; y un proyecto de Recomendaciones complementarias, cuyos destinatarios serían las instituciones financieras españolas, la CNMV y el Gobierno.

En opinión de Manuel CONTHE, se trata de un Código muy sólido que parte de buenos antecedentes, tanto en el ámbito nacional como en el internacional. En la esfera nacional destaca la influencia del Código Olivencia, que sentó unas bases firmes para la mejora del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas españolas y del Informe Aldama, que dio origen a la Ley 26/2003, de 17 de julio, de reforma de la LMV y la LSA con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades cotizadas (en adelante Ley de Transparencia)⁽³⁾. El Código Unificado formula como recomendaciones expresas lo que en el Cód-

(1) COMISIÓN ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CÓDIGO ÉTICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES, *Informe de la Comisión especial para el estudio de un Código ético de los consejos de administración de las sociedades (Informe Olivencia)*, 26 de febrero de 1998.

(2) COMISIÓN ESPECIAL PARA EL FOMENTO DE LA TRANSPARENCIA Y SEGURIDAD EN LOS MERCADOS Y EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS, *Informe de la Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas (Informe Aldama)*, 8 de enero de 2003.

(3) BOE 18 de julio de 2003.

go Olivencia sólo eran indicaciones y aclara algunas cuestiones que resultaban ambiguas en el Informe Aldama. Además toma en consideración la Recomendación 2004/913/CE de la Comisión, de 14 de diciembre de 2004, relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en Bolsa⁽⁴⁾ y la Recomendación 2005/162/CE, de 15 de febrero de 2005, relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de Consejos de administración o de supervisión, aplicables a las empresas que cotizan en Bolsa⁽⁵⁾. También atiende a la actualización de los Principios de buen gobierno corporativo llevada a cabo por la OCDE en 2003⁽⁶⁾ y a las Recomendaciones de buen gobierno para las entidades de crédito publicadas en 2006 por el Comité de Basilea.

Como principios inspiradores del Código, el Presidente de la CNMV destacó la voluntariedad en la asunción de las recomendaciones y el carácter vinculante de las definiciones ofrecidas por el Código para las sociedades que decidan asumirlas. La aceptación voluntaria de las recomendaciones va ligada a la obligación de cumplir o explicar (*comply or explain*) consagrada en el art. 116 LMV. El principio, de raigambre británica, deja en manos del mercado la valoración de las reglas de buen gobierno definitivamente adoptadas. Íntimamente ligado a este principio, el Código establece el carácter vinculante de las definiciones que ofrece, para evitar un vaciamiento en el contenido de los términos, como había sucedido con el concepto de consejero independiente en relación con su antecesor el Código Olivencia. Finalmente recordó el valor de las recomendaciones como criterio de interpretación que sirva a los Tribunales para moderar las obligaciones legales.

El Código está llamado a solventar tres clases de problemas: los conflictos entre accionistas y gestores (problemas de agencia), los abusos de poder por parte de los accionistas de control y los conflictos entre los accionistas y otros afectados (*stakeholders*) por la evolución de la empresa, como los acreedores, trabajadores o comunidades locales.

La exposición de Manuel CONTHE finalizó con un repaso a algunas de las recomendaciones más significativas. Así destacó que el concepto de interés social que maneja el Código se identifica con el utilizado en el Informe Olivencia, que lo concibe como interés común de todos los accionistas y que se traduce, según el Código Unificado, en la maximización de forma sostenida del valor económico de la empresa. Alabó la creación de la figura del consejero independiente coordinador, cuya función será suscitar cuestiones espinosas en el seno

(4) DOUE L/385, 29 de diciembre de 2004, pp. 55 y ss.

(5) DOUE L/52, 25 de febrero de 2005, pp. 51 y ss.

(6) OCDE, *Principles of Corporate Governance*, 2004.

del Consejo, cuyo debate se esté tratando de eludir. Y valoró muy positivamente la delimitación de las funciones del Comité de Auditoría.

A continuación intervino Vicente SALAS FUMÁS, Catedrático de Organización de Empresas de la Universidad de Zaragoza y Consejero del Banco de España con una ponencia sobre “El buen gobierno corporativo desde la perspectiva de la eficiencia empresarial”. El Profesor SALAS FUMAS comenzó su exposición explicando el modelo de empresa como nexo contractual entre los distintos agentes propietarios de los recursos que se combinan para poder producir y vender bienes o servicios en el mercado y los conceptos de eficiencia económica, medida a través de la creación de riqueza, y de eficiencia empresarial.

Si la empresa cotiza y los mercados financieros son eficientes su valor económico será igual al valor de mercado de las acciones más el valor del mercado de deuda. En consecuencia, la maximización del valor económico de la empresa sólo es equivalente a la maximización del valor económico de las acciones, si las decisiones que se adoptan para ello dejan intacto el valor del mercado de deuda. Esto es, existen contextos donde es posible destruir valor económico de los activos de la empresa y aumentar el valor de las acciones a costa de extraer riqueza de los titulares de deuda. Debe distinguirse entre crear riqueza social y crear riqueza para los inversores financieros. Por ello cabe plantear la posibilidad de incorporar la protección de los titulares de deuda bajo los objetivos del buen gobierno corporativo. Sin embargo, los problemas de buen gobierno en sentido estricto se ocupan sólo de la relación entre los accionistas que financian a la empresa y los directivos y accionistas de control que la gestionan. Desde un punto de vista práctico y operativo la maximización de la riqueza de los inversores es un criterio aceptable en el análisis del gobierno corporativo, pero sujeto a la observación crítica.

El gobierno corporativo genera varios problemas: problemas de agencia (equilibrio entre asignación eficiente de riesgos —accionistas inversores— e incentivos al esfuerzo —directivos o accionistas de control—); problemas de compromiso creíble (el contrato inicial es incompleto y las decisiones futuras divergen del contrato óptimo inicial) y problemas de expropiación: los internos sustraen activos y rentas a los externos (accionistas y acreedores) a través de la transferencia de activos, de la implantación de proyectos que no maximizan el valor de las acciones, de retribuciones excesivas, etc. Estos problemas admiten soluciones diversas a través de la salida a Bolsa, de la actuación de los accionistas de control o de los consejeros independientes y mediante la imposición de normas de obligado cumplimiento. No es posible encontrar soluciones óptimas de gobierno societario que beneficien por igual a todos los agentes que de una u otra forma aportan recursos a la empresa.

De esta forma, el sistema legal y las regulaciones adoptadas tienen una notable influencia en la organización económica, que explica la diferente evolución de los mercados financieros y la estructura de las sociedades cotizadas en los países con un sistema jurídico de *common law* (p. ej. Gran Bretaña) y en los países de Derecho continental, con un Derecho civil derivado del Derecho romano (p. ej. Francia). Una protección legal adecuada del inversor determina unos mercados financieros más eficientes, lo que influye sin duda en el desarrollo de las economías. De ahí que sea tan importante reflexionar sobre la relación entre Derecho y Economía, tal y como se hace en estas jornadas.

La sesión matutina se cerró con una intervención de Galo Juan SASTRE CORCHADO, Subdirector de la CNMV, que llevaba por título “Seguimiento de la asunción de los Códigos de buen gobierno por las sociedades cotizadas en los mercados de valores españoles”. La conferencia abordó tres grandes cuestiones en relación con el gobierno corporativo: el marco normativo, el informe anual de gobierno corporativo y las últimas iniciativas europeas en esta materia.

Con relación al marco normativo, destacó la necesidad de diferenciar entre las normas imperativas surgidas tras las reformas de la LSA y la LMV, operadas fundamentalmente a través de la Ley de Transparencia de 2003, que pretendió incrementar la transparencia de las sociedades cotizadas, clarificar los deberes de los consejeros y mejorar los mecanismos de supervisión y control; y las recomendaciones de buen gobierno, cuya asunción es voluntaria, si bien existe la obligación de cumplirlas o explicar por qué la sociedad se aparta de ellas.

A continuación el ponente repasó las principales recomendaciones contenidas en el Código Unificado en relación con los estatutos y las juntas generales, con el Consejo de Administración, con el estatuto y las retribuciones de los consejeros, con las comisiones en el seno del Consejo y muy en particular con la Comisión de Auditoría y la Comisión de nombramientos y retribuciones. También resumió las Recomendaciones complementarias contenidas en el Código y dirigidas al Gobierno, la CNMV y las instituciones financieras, en cuestiones tan relevantes como el ejercicio del derecho de voto por los inversores institucionales o la coordinación entre pequeños accionistas.

La intervención continuó con un análisis minucioso de la obligación de elaborar el informe anual de gobierno corporativo como manifestación del principio de cumplir o explicar. Están obligadas a confeccionar dicho informe, desde 2003, las sociedades anónimas cuyas acciones coticen en un mercado oficial de valores y el resto de entidades que emitan valores admitidos a

cotización en un mercado oficial⁽⁷⁾; y, desde 2004, las Cajas de Ahorros que hayan emitido valores cotizados en un mercado oficial⁽⁸⁾. El informe anual debe ser remitido a la CNMV como hecho relevante tan pronto como sea aprobado por el órgano de administración. En ningún caso podrá demorarse su envío más tarde del día en que se publique el primer anuncio de la convocatoria de la junta general ordinaria o del órgano que resulte competente para la aprobación de las cuentas anuales. El documento ha de remitirse a través del “sistema cifradoc-cnmv” y se incorporará al archivo de registro de entrada “cifradoc”. El informe anual de gobierno corporativo será publicado como hecho relevante, así como las contestaciones a los requerimientos de información adicional realizados por la CNMV. El informe puede consultarse en la página web de la CNMV y en la página web de la propia entidad. La falta de elaboración o publicación del informe, así como la existencia en él de datos falsos, engañosos u omisiones tiene la consideración de falta grave. En cuanto a su contenido, debe reflejar la estructura de la propiedad (capital social, estructura accionarial, autocartera, existencia de pactos parasociales o de sindicación de acciones, etc.), la estructura del órgano de administración (tipología de los consejeros, reuniones del Consejo y sistemas de adopción de acuerdos, remuneración de los miembros, comisiones, etc.), una referencia a las operaciones vinculadas, sistemas de control de riesgos, funcionamiento de la junta general y grado de seguimiento de las recomendaciones. Este último apartado implica un autoexamen por parte de la sociedad que analiza qué recomendaciones cumple y cuáles no y en este último caso debe explicar el porqué de su comportamiento. La calidad de la información suministrada determinará una adecuada valoración por el mercado.

Finalmente la exposición finalizó con una breve referencia a las iniciativas europeas más recientes en la materia, en el marco del Plan de acción para modernizar el Derecho de sociedades y el gobierno corporati-

(7) Véase la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas (BOE 8 de enero de 2004) y la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la CNMV, sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas (BOE de 29 de marzo de 2004).

(8) Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero, sobre el informe anual de Gobierno Corporativo y otra información de las Cajas de Ahorro que emitan valores admitidos a negociación en Mercados Oficiales de Valores (BOE 18 de febrero de 2004) y la Circular 2/2005, de 21 de abril de 2005, de la CNMV, sobre el informe anual de Gobierno Corporativo y otra información de las Cajas de Ahorro que emitan valores admitidos a negociación en Mercados Oficiales de Valores (BOE de 29 de abril de 2005).

vo⁽⁹⁾, en la que se analizaran someramente las Recomendaciones de la Comisión en materia de remuneración de los administradores y en relación con el papel de los administradores no ejecutivos⁽¹⁰⁾, las modificaciones de las Directivas contables y la futura Directiva en materia de voto transfronterizo⁽¹¹⁾, que pretende fomentar la participación de los accionistas en las Juntas.

La sesión de la tarde se abrió con la conferencia de Antonio RONCERO SÁNCHEZ, Catedrático de Derecho Mercantil y Vicerrector de la Universidad de Castilla-La Mancha, sobre “Las funciones del Consejo de Administración de las sociedades cotizadas”. En ella se abordaron las disfunciones que ha generado en la práctica el desarrollo, a través de las normas de gobierno corporativo, de un modelo de administración que difiere del previsto por el legislador.

El debate sobre cuál de los dos posibles modelos de organización de la administración —el monista, propio de los sistemas latinos, o el dualista, propio del sistema germánico— es mejor se ha abandonado en Europa, tras constatarse que ambos tienen ventajas e inconvenientes y que existen muchos factores condicionantes de su éxito. Se observa una tendencia a la convergencia de ambos modelos. En los países con sistema monista, los Códigos de buen gobierno han introducido modulaciones que los acercan al modelo dual, como por ejemplo la separación de competencias de gestión y control, a través de la delegación de facultades, en el seno de un órgano único de administración, con el único límite de que todas las competencias se atribuyen a ese órgano. En cambio, en los países con sistema dualista se han incorporado elementos propios de los sistemas monistas con medidas como el refuerzo de los canales de comunicación entre el órgano de dirección y el órgano de control, con el único límite de que el órgano de supervisión no puede asumir funciones de gestión.

Por lo tanto, es constatable en Europa una tendencia a la convergencia entre ambos sistemas, basada en el refuerzo de la supervisión, así como una

(9) Véase la *Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo sobre modernización del derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea. Un plan para avanzar, de 21 de mayo de 2003* [COM(2003) 284 final], DOUE C/80, 30 de marzo de 2004, pp. 12 y ss.

(10) Recomendación 2004/913/CE de la Comisión, de 14 de diciembre de 2004, relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en Bolsa y la Recomendación 2005/162/CE, de 15 de febrero de 2005, relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de Consejos de administración o de supervisión, aplicables a las empresas que cotizan en Bolsa.

(11) Véase la Propuesta de Directiva del Parlamento europeo y del Consejo sobre el ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas de sociedades que tengan su sede social en un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado, por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE (COM/2005/0685 final).

tendencia a que los distintos ordenamientos jurídicos ofrezcan a las sociedades la alternativa entre el modelo dual o el monista.

En España, la LSA consagra el sistema monista tradicional (a salvo la excepción prevista para las Sociedades Europeas con domicilio en nuestro país), con un solo órgano de administración y un estatuto de consejero. El régimen jurídico del consejero es único y se aplica por igual a todos los miembros del Consejo, con independencia de que en la praxis cada consejero ejerza funciones distintas.

Sin embargo, por vía de los Códigos de buen gobierno corporativo se está consolidando un modelo monista renovado que se caracteriza por la separación de funciones dentro del órgano único de administración. Existe una Comisión ejecutiva que se encarga de la gestión, mientras el Consejo en pleno conserva la función de supervisión. Surgen así dos tipos de consejeros, los ejecutivos, que dirigen y gestionan, y los no ejecutivos o consejeros externos (dominicales e independientes), con tareas esencialmente de supervisión.

Lo que no es aceptable en opinión del Profesor RONCERO es que la renovación del modelo se haga sin modificar las normas legales, puesto que se generan graves disfunciones, especialmente en materia de responsabilidad de los consejeros. Es cierto que algunas de las últimas reformas han venido a dar cobertura legal a parte del nuevo modelo, pero es necesaria una reforma íntegra, que instale efectivamente el cambio de modelo. La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero⁽¹²⁾, siguiendo el Informe Olivencia, obligó a la creación de un Comité de Auditoría, concebido como un órgano especializado de supervisión de la información financiera. Se consagra así un modelo distinto del monista puro, al amparar expresamente la separación de funciones. También la Ley de Transparencia viene a confirmar el modelo gestado en la praxis al reforzar las obligaciones de los consejeros.

Este nuevo modelo ha sido creado sobre la base de las recomendaciones de los informes de buen gobierno. El Informe Olivencia concibe el Consejo como un órgano básicamente supervisor que atribuye la efectiva dirección a un grupo de ejecutivos (Comisión ejecutiva) y altos cargos. El Informe Aldama configura la administración conforme al modelo monista, pero lo considera compatible con la separación de funciones, al tiempo que define un estatuto jurídico único para los consejeros que implica idéntico régimen de retribución, responsabilidad, etc., para todos los consejeros con independencia de que ejerzan funciones de gestión o de supervisión. El Código Unificado de buen gobierno consagra ese modelo monista renovado y así en su Recomendación octava señala como núcleo de la misión del Consejo: la aprobación de la estrategia general de la

(12) BOE de 23 de noviembre de 2002.

compañía y la supervisión. El Consejo se concibe como el órgano que supervisa y controla a los gestores (los consejeros ejecutivos).

Esta visión del Consejo contrasta fuertemente con el modelo previsto en la LSA, generando importantes disfunciones. El modelo legal prevé un estatuto jurídico único de consejero, mientras que el modelo real implica distintos papeles y funciones y requiere de estatutos diferenciados. No es aceptable que el cambio de modelo en la realidad, vía las recomendaciones de buen gobierno, no haya ido acompañado de los cambios legales pertinentes. No es razonable que el régimen de responsabilidad sea igual para los gestores que para los consejeros con simples funciones de supervisión. Tampoco es correcto que todas las retribuciones las fije el Consejo. Sería más adecuado que las retribuciones del Consejo las fije la Junta General, mientras que las retribuciones de los ejecutivos podrían ser fijadas por el Consejo.

En conclusión, el Profesor RONCERO abogó por una reforma del Derecho de sociedades, coherente con el nuevo modelo, evitando los parcheos intermitentes.

La segunda ponencia de la tarde, titulada “La necesaria intervención de los inversores institucionales para un buen gobierno corporativo”, corrió a cargo de Emilio DÍAZ RUIZ, profesor de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid y socio del despacho de abogados Uría Menéndez. En ella destacó, en primer lugar, la creciente relevancia que están alcanzando en nuestros mercados los inversores institucionales, calculando que en torno a un 30% o 40% de los valores en circulación en dichos mercados son poseídos por Instituciones de Inversión Colectiva, Fondos de Pensiones o Entidades aseguradoras; cifra, no obstante, aún muy lejana al 75% de capital de sociedades cotizadas en manos de inversores institucionales en mercados norteamericanos como el NASDAQ o la Bolsa neoyorquina.

Los inversores institucionales no suelen estar interesados en controlar la gestión, sino que simplemente se interesan por la política de dividendos y por sociedades con una cotización estable, procediendo a la desinversión cuando sus expectativas no se cumplen (voto con los pies). Frente a esta postura, que no siempre es la más adecuada, pues las pérdidas pueden llegar a ser muy abultadas antes de que se abandone la sociedad cotizada, los códigos de buen gobierno instan a los inversores institucionales a participar de forma más activa en la vida social. También el Informe Winter recomienda que ejerciten adecuadamente los derechos de información que las acciones les confieren, pues sólo así podrán informar a su vez, adecuadamente, a sus propios partícipes.

En nuestro ordenamiento la Ley 34/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva⁽¹³⁾, estableció en su art. 46.1.d) que en el desarrollo reglamentario se delimitarían los supuestos en los que, en atención a la relevancia cualitativa y al carácter estable de la participación del fondo en el capital de una sociedad, la sociedad gestora del fondo estaría obligada a ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo en beneficio exclusivo de los partícipes, especialmente los derechos de asistencia y voto en las juntas generales. Esta norma no existe en cambio en la regulación sobre Fondos de Pensiones. Además la previsión de la Ley 34/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva, ha quedado aguada por los límites impuestos en el desarrollo reglamentario⁽¹⁴⁾ (mínimo un 1% del capital y doce meses de tenencia de las acciones, y además que se trate de una sociedad española). Luego en la práctica la contribución de los inversores institucionales a la mejora del buen gobierno corporativo es muy escasa.

Las ponencias de la tarde terminaron con la intervención de María Luisa APARICIO GONZÁLEZ, profesora titular de Derecho mercantil de la Universidad Autónoma de Madrid y profesora de Derecho mercantil de Comillas-ICADE, que tuvo por título “Los derechos del accionistas desde la perspectiva del Código Unificado”. La profesora comenzó por recordar que el Derecho de sociedades es Derecho especial privado y, por lo tanto, la autonomía de la voluntad de las partes juega un papel esencial en un marco normativo imperativo. De ahí que se mostrase crítica con los Códigos sobre buen gobierno que emanan de la voluntad de los reguladores y se imponen de forma más o menos velada a las sociedades cotizadas. Además consideró que el desarrollo compulsivo de códigos de conducta (existen en todos los países) no siempre se compeadece con la situación real de los mercados. Así, nuestros Códigos están al nivel de los británicos o alemanes, sin que nuestros mercados de valores sean equiparables.

A continuación la profesora APARICIO analizó críticamente las propuestas que realiza el Código Unificado con relación a los derechos de los accionistas. Así, censuró la recomendación que hace el Código de eliminar los límites al número máximo de votos a emitir por un accionista, alegando que la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004,

(13) BOE de 5 de noviembre de 2003.

(14) Véase el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva (BOE de 8 de noviembre de 2005).

relativa a las OPAs⁽¹⁵⁾, reconoce la licitud de ese tipo de limitaciones. Además reprochó que la puesta en marcha en la práctica del principio de votación separada de los asuntos independientes propuesto en la Recomendación quinta del Código ha generado división en el voto y tensiones innecesarias en las juntas generales de importantes sociedades cotizadas. También resaltó los problemas de voto divergente que se derivan de la Recomendación sexta sobre fraccionamiento del voto en caso de representación. Tampoco es adecuada en su opinión la recomendación al Gobierno de estrechar la posibilidad de impugnar los acuerdos sociales como mecanismo para evitar abusos en el uso de esta facultad. En opinión de la profesora, la facultad de impugnar los acuerdos sociales es el mejor mecanismo para la tutela de los accionistas minoritarios y lo que procede para corregir los abusos es abogar por un funcionamiento más rápido y eficaz de los procedimientos a través de los que se sustancia.

Tras las intervenciones se abrió una mesa redonda que tuvo como moderadora a la profesora Palá Laguna, dando paso a un interesante coloquio que se prolongó hasta bien entrada la tarde, con las intervenciones de varios profesores y alumnos de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales que se encontraban entre el público asistente.

Esther Hernández Sainz

13. EL BANCO DE ESPAÑA APRUEBA NUEVAS REGLAS PARA EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ANOTACIONES

El Mercado de Deuda Pública en Anotaciones se creó hace ya veinte años y, en relación con él, el Banco de España ha venido ostentando importantes funciones. En el año 2002, y por medio de distintas previsiones contenidas en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, se atribuyeron ciertos aspectos de llevanza dentro del Mercado de Deuda Pública a la llamada Sociedad de Sistemas (Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores).

Mediante la Circular 2/2007, de 26 de enero, el Banco de España (v. BOE de 14 de febrero de 2007) ha establecido distintas normas dedicadas a tratar de

(15) DOUE L 142/12, de 30 de abril de 2004.

coordinar la llevanza por la Sociedad de Sistemas de algunas de esas funciones que se le confiaron en el año 2002, con las funciones a su vez atribuidas al Banco de España.

En esta Circular se establece en su Norma primera la obligación de todos los titulares de cuenta y de las entidades gestoras de presentar una memoria de actividades descriptiva ante el Banco de España, además de cumplir lógicamente todos los requisitos que las disposiciones reglamentarias aplicables al Mercado de Deuda Pública establecían para acceder a la condición de “Titular de Cuenta” o de “Entidad Gestora”.

La Circular contiene una interesante clasificación y definición de las operaciones del mercado secundario, en virtud de las que se abordan aquellas modalidades del contrato de compraventa que constituyen los principales tipos de operaciones que se celebran en el citado mercado. También la Norma tercera se ocupa de las llamadas operaciones de segregación y constitución que quedan limitadas a determinadas entidades autorizadas a tal fin. La Norma cuarta se encarga de establecer los deberes que en materia de transparencia y publicidad en las operaciones con terceros tendrán que cumplir las distintas entidades presentes en esos mercados.

Alfonso Guilarte Gutiérrez

14. LA SEC IMPULSA CAMBIOS EN LA AUDITORÍA DE SOCIEDADES COTIZADAS

Tras varios años de vigencia y aplicación de la *Ley Sarbanes-Oxley*, una de las críticas que más se han repetido apunta a las cargas que se imponen en ella a las empresas y a sus auditores, y a los considerables costes que ello conlleva. Se había convertido en un lugar común la crítica a los excesos de los auditores en una revisión contable excesivamente minuciosa y cuya principal justificación era la de exonerar a las firmas auditoras de cualquier posible responsabilidad, teniendo en cuenta además el endurecimiento que ésta había registrado bajo la nueva legislación.

Las abundantes quejas planteadas al respecto llevaron a la *Securities and Exchange Commission* (SEC) a replantearse los controles que se exigían a las sociedades y a sus directivos. Una de las primeras consecuencias de ese replanteamiento se concretó en diciembre de 2006 en la aprobación de nuevas disposi-

ciones que simplifican los controles de auditoría. Frente a la pretensión de una revisión pormenorizada de las operaciones susceptibles de afectar al patrimonio y resultados de la sociedad, la nueva normativa reclama de los directivos empresariales una especial diligencia a la hora de evaluar los controles y mecanismos de supervisión establecidos por la sociedad. Aun cuando la nueva normativa rechazó adoptar exenciones en cuanto a la verificación contable para pequeñas compañías, se considera que tiene un grado de flexibilidad suficiente para que las nuevas exigencias descarten los costes excesivos y otras críticas recibidas por la anterior legislación.

La nueva normativa, bajo la denominación “Internal Control over Financial Reporting in Exchange Act Periodic Reports on Non-Accellerated Filers and Newly Public Companies”, puede consultarse en <www.sec.gov> y entró en vigor el 20 de febrero de 2007.

Mónica Fuentes Naharro

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— OBRAS GENERALES

DIALTI, F., “Main Differences and Similarities between Standards and legal Rules in the Area of financial Regulation”, en *Euredia* n.º 4 (2005), p. 351.

— NORMATIVA DE LA UE EN MATERIA BANCARIA

SERVAIS, D., “The Enlargement of the Euro Area: its Impact on the ECB Governing Council”, en *Euredia* n.º 4 (2005), p. 329.

WÜRTZ, M., “The legal Framework to ECB Consultations on proposed Community Acts”, en *Euredia* n.º 4 (2005), p. 283.

— ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

COOPERATIVAS DE CRÉDITO

ASSOCIAZIONE DISIANO PER LO STUDIO DEL DIRITTO DELL'IMPRESA, “Banche e imprese: alla ricerca di nuovi equilibri”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 3, parte 1.ª (2006), p. 252.

— ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

TRÄM, M., *Neue Entwicklungen der staatlichen Bankenaufsicht in Deutschland und den USA sowie der Einfluss von Basell II*, Frankfurt (2006), 274 pp.

— BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)

EINSELE, D., *Bank- und Kapitalmarktrecht. Nationale und Internationale Bankgeschäfte*, Tubinga (2006), 510 pp.

— CONTRATOS BANCARIOS

BODENSTEDT, K., *Die Umsetzung der Fernabsatzrichtlinie im englischen und deutschen Recht. Die Umsetzung der Richtlinie 97/7/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20.5.1997 über den Verbraucherschutz bei Vertragsabschlüssen im Fernabsatz in England und Deutschland*, Frankfurt (2006), 234 pp.

CANARIS, C.-W., *Bankvertragsrecht*, 4.ª ed., Berlín (2005), 799 pp.

CARLEVALE, C., “La commissione di Massimo scoperto ed il costo del credito bancario”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 3, parte 2.ª (2006), p. 396.

ENGERT, A., *Die Haftung für drittschädigende Kreditgewährung*, Munich (2005), pp. XX-241.

GABRIEL, H., "The United Nations Convention on the Use of Electronic Communications in International Contracts: An Overview and Analysis", en *Revue de Droit Uniforme*, vol. XI (2006-2), p. 285.

SIMONE, S., "Intese anticoncorrenziali e tutela del consumatore (nota a Cassazione Civile, Sez. Un., 4 febbraio 2005, n. 2207)", en *Rivista di Diritto Privato* (2005), p. 907.

— CUENTA CORRIENTE

FAUSTINI, F., "Storno dell'accreditamento in conto corrente di Osma portata da assegno circolare emesso da banca ... inesistente", en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 3, parte 2.ª (2006), p. 342.

— GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

BARILLÀ, G.B., *Contratto autonomo di garanzia e Garantievertrag. Categorie civilistiche e prassi del commercio*, Frankfurt (2005), pp. XVIII-261.

STOUFFLET, J., "La reconnaissance par l'ordonnance du 23 mars 2006 de deux types de garanties issues de la pratique: la garantie autonome et la lettre d'intention", en *Revue de Sociétés*, n.º 3 (2006), p. 473.

— CRÉDITO DOCUMENTARIO

PURPURA, L., "In tema di credito documentario differito (e non): indipendenza dei rapporti, rilievo della frode e 'pagamento anticipato' del beneficiario", en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 3, parte 2.ª (2006), p. 303.

— OTROS SERVICIOS FINANCIEROS. TARJETA DE CRÉDITO

KIENLE, F., *Die fehlerhafte Banküberweisung im internationalen Rechtserkehr*, Frankfurt (2004), pp. XXXIX-316.

LANGENBUCHER-WOLFGANG, K./GOSSMANN-STEFAN, W., *Zahlungsverkehr. Handbuch zum Recht der Überweisung, Lastschrift, Kreditkarte und der elektronischen Zahlungsformen*, Munich (2004), pp. XXVII-472.

— CONTRATO DE LEASING

GIULIANI, F.M., "Il leasing nel bilancio di esercizio, alla luce dello IAS 17", en *Contratto e Impresa* (2005), p. 401.

GIULIANI, F.M., "Considerazione (in) attuali attorno al leasing nel decreto legislativo sugli IAS", en *Contratto e Impresa* (2005), p. 790.

DERECHO BURSÁTIL

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES DE LA UE

AA.VV., *Il nuovo diritto societario. Profili civilistici, processuali, concorsuali, fiscali e penali* (dir. Ambrosini), 2 vols., Turín (2005).

ALSHEIMER/JACOB/VON WIETZLOW, "Grundsätze einer Public Corporate Governance für eine erfolgreiche Aufsicht in öffentlichen Unternehmen", en *WPg*, n.º 15 (2006), p. 937.

BHEHIER, B., "L'obligation de déclaration de soupçon à l'autorité des marchés financiers" en Dossier *La transposition de*

la directive Abus de marché, *Banque et Droit* (julio-agosto de 2006), p. 19.

BEIERSDORF/BUCHHEIM, “Entwurf des Gesetzes zur Umsetzung der EU-Transparenzrichtlinie: Ausweitung der Publizitätspflichten”, en *BB*, n.º 31 (2006), p. 1674.

BELLAVITE, C., “Corporate governance e assemblea delle società quotate in Italia: un’indagine empirica”, en *Rivista delle Società*, fasc. 2-3 (2006), p. 401.

BERSHEDA, V., “New SWX Segmentation Concept in the Light of the Recent EU Developments in the Regulation and Supervision of Securities Markets”, en *RSDA/SZW*, n.º 3 (2006), p. 189.

CONAC, P.-H., “Présentation générale de la directive Abus de marché et de sa mise en œuvre”, en dossier *La transposition de la directive Abus de marché*, en *Banque et Droit* (julio-agosto de 2006), p. 4.

DAIGRE, J.-J., “La transposition, en droit français, de la directive Abus de marché”, en dossier *La transposition de la directive Abus de marché*, en *Banque et Droit* (julio-agosto de 2006), p. 3.

EILERS, S., “Gefährliche Halbwahrheiten — eine differenzierte Betrachtung von Finanzinvestoren tut Not”, en *Die Aktiengesellschaft*, n.º 21 (2006), p. 792.

FEDKE, T., *Corporate Governance im international agierenden Konzern. Vergleichende Untersuchung des Organisationsgefüges zwischen Konzernobergesellschaft und Tochterunternehmen im australischen und deutschen Recht*, Berlín (2006), 359 pp.

GROSSE/BOOS, “2005 — ein Fortschritt bei den Corporate Governance-Regeln?”, en *WM*, n.º 25 (2006), p. 1177.

HEIDELBACH/PREUSSE, “Einzelfragen in der praktischen Arbeit mit dem neuen Wertpapierprospektregime”, en *BKR*, n.º 8 (2006), p. 316.

LENZ, S., “Renaissance des Depottimmrechts”, en *Die Aktiengesellschaft*, n.º 16 (2006), p. 572.

LORDI, A., “Corporate governance e prezzo contrattuale. Contributo allo studio delle regole formanti la giustizia contrattuale. Profili comparativi”, en *Contratto e Impresa* (2005), p. 338.

MARULLI, M., “La delega gestoria tra regole di corporate governance e diritto societario riformato”, en *Giurisprudenza Commerciale I* (2004), p. 85.

McVEA, H., “Financial Services Regulation under the Financial Services Authority: A Reassertion of the Market Failure Thesis?”, en *Cambridge Law Journal* (2005), p. 413.

MIOLA, M., “Società quotate, controlli esterni e gruppi di società”, en *Rivista di Diritto Privato* (2005), p. 7.

NOTARI, M., “Note a margine dei primi dati statistici sugli effetti della riforma delle società di capitali”, en *Rivista delle Società*, fasc. 2-3 (2006), p. 385.

RABBITI BEDOGNI, C., “Attività e responsabilità degli organi di controllo”, en AA.VV., *Libertà e responsabilità nel nuovo diritto societario* (dir. Nigro), Milán (2006), p. 299.

RODEWALD/UNGER, “Zusätzliche Transparenz für die europäischen Kapitalmärkte — die Umsetzung der EU-Transparenzrichtlinie in Deutschland”, en *BB* n.º 36 (2006), p. 1917.

SCHMITZ, U., *Der Einfluss neuer Technologien auf die Aktionärs-mitverwaltung*, Colonia (2003), pp. V-277.

SCHWARK, E., *Kapitalmarktskommentar*, Munich (2004), pp. XXIX-1.998.

SPAVENTA, L., “La tutela dell’investitore nell’analisi economica”, en AA.VV., *Libertà e responsabilità nel nuovo diritto societario* (dir. Nigro), Milán (2006), p. 57.

SPINDLER, G./KASTEN, R.A., “Organisationsverpflichtungen nach der MiFID und ihre Umsetzung”, en *Die Aktiengesellschaft*, n.º 21 (2006), p. 785.

SYFRIED, “Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) — Neuordnung der Wohlverhaltensregeln”, en *WM* n.º 29 (2006), p. 1375.

ULMER-ZHUO, F., *Die Entwicklung des chinesischen Aktienmarktes im Umfeld der Sozialistischen Marktwirtschaft Chinas*, Hamburgo (2006), 226 pp.

ZIOUVAS, D., *Das neue Kapitalmarktstrafrecht. Europäisierung und Legitimation*, Haymanns (2005), 352 pp.

— OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL

DUCOULOUX-FAVARD, C., “Quelques considérations sur les pouvoirs de l’AMF”, en *Dr. Sociétés* (julio de 2006), p. 15.

MASSON, A., “La force juridique de la doctrine des autorités de régulation”, en *Bull. Joly Bourse* (2006), § 68, p. 275.

— RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN DE LOS MERCADOS

GOMBER, P./HIRSCHBERG, H., “Ende oder Stärkung der konventionellen Börsen? — Die Umsetzung der MiFID in Deutschland”, en *Die Aktiengesellschaft* n.º 21 (2006), p. 777.

KUMPAN, C., *Die Regulierung ausserbörslicher Wertpapierhandelssysteme*

im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Recht, Berlín (2006), 500 pp.

LUBY, M., “Impromptu sur la directive n.º 2005/56 sur les fusions transfrontalières des sociétés de capitaux”, en *Dr. Sociétés* (junio de 2006), p. 5.

MENJUCQ, M., “Les fusions transfrontalières des sociétés de capitaux”, *Revue Lamy Droit des Affaires* (mayo de 2006), p. 10.

— ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y EXCLUSIÓN

OTT, N., *Der Rückzug von der Börse. Gesellschaft- und kapitalmarktrechtliche Fragen des Delisting unter Berücksichtigung der Macroton-Entscheidung des BGH*, Frankfurt (2005), 383 pp.

— CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL

BENICKE, C., *Wertpapiervermögensverwaltung*, Tubinga (2006), 1047 pp.

BÜHRER, C., *Unabhängige Vermögensverwalter in der Schweiz*, Berna (2006), 206 pp.

HUANG, S., *Rechtsfragen der Einführung des Wertpapierdarlehens in China aus der Perspektive des deutschen Rechts*, Frankfurt (2006), 210 pp.

KORT, M., “Hauptaktionär nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG mittels Wertpapierdarlehen”, en *Die Aktiengesellschaft* n.º 16 (2006), p. 557.

KOSSMANN/HORZ, “Ausserbörslicher Paketerwerb und befreiendes Übernahmeangebot nach § 35 III WpÜG”, en *NZG* n.º 3 (2006), p. 481.

KUMPAN/HELLGARDT, “Haftung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach Umsetzung der EU-Richtlinie

über Märkte zur Finanzinstrumente (MiFID)”, en *DB* n.º 32 (2006), p. 1714.

MIRIELLO, C., “La strenua difesta dell’investitore: scandali finanziari e pretese nullità virtuali dei contratti di vendita di titoli obbligazionari”, en *Contratto e Impresa* (2005), p. 495.

NEGRO, M., “Règole di condotta degli intermediari finanziari: gli obblighi di informazione”, en *Giurisprudenza Commerciale* II (2004), p. 489.

PALMIERI, M., “Responsabilità dell’intermediario finanziario per violazione degli obblighi di informazione e protezione dell’investitore non professionale”, en *Giurisprudenza Commerciale* II (2004), p. 513.

PAPACHRISTOU, M., *Die strafrechtliche Behandlung von Börsen- und Marktpreismanipulationen*, Frankfurt (2006), 383 pp.

PICARDI, L., “La negoziazione di strumenti finanziari derivati fra codice civile e legislazione speciale”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 3, parte 2.^a (2006), p. 361.

STRUNK, G./HAASE, F., “Zur Frage de Berücksichtigung von Refinanzierungszinsen bei Wertpapierverleihern”, en *Die Aktiengesellschaft* n.º 21 (2006), p. 793.

— OPAS

BANK, C., *Präventivmassnahmen börsennotierter Gesellschaften zur Abwehr feindlicher Übernahmeveruche in Deutschland und Grossbritannien. Eine rechtsvergleichende Untersuchung des deutschen und britischen Rechts unter Berücksichtigung der Europäischen Übernahmerrichtlinie*, Frankfurt (2006), 470 pp.

BUERMAYER, I., *Bedingungen in öffentlichen Übernahmeangeboten, insbe-*

sondere Material-Adverse-Change-Klauseln, Frankfurt (2006), 292 pp.

HAUBER, M., *Die Befreiung vom Pflichtangebot nach dem Wertpapiererwerbs- und übernahmengesetz (WpÜG)*, Gottinga (2006), 294 pp.

KIESEWETTER, “Sitz der Zielgesellschaft als Anknüpfungspunkt für die Anwendung des WpÜG n.F.”, en *RIW*, n.º 7 (2006), p. 518.

KORT, “Kein Erfordernis der Aufstellung und Auslegung eines Konzernabschlusses beim Squeeze-out (§ 327c III Nr. 2 AktG)”, en *NZG*, n.º 16 (2006), p. 604.

MEYER, “Änderungen im WPÜG durch die Umsetzung der EU-Übernahmerrichtlinie”, en *WM*, n.º 24 (2006), p. 1135.

MÖLLERS, “Interessenkonflikte von Vertretern des Bieters bei Übernahme eines Aufsichtsratsmandats der Zielgesellschaft”, en *ZIP*, n.º 35 (2006), p. 1615.

MUCCIARELLI, F. M., “Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull’opa”, en *Giurisprudenza Commerciale* I (2004), p. 830.

SCHNEIDER, “Acting in Concert — ein kapitalmarktrechtlicher Zurechnungsstatbestand”, en *WM*, n.º 28 (2006), p. 1321.

SCHOLZ, “Das Übernahme- und Pflichtangebot bei der KGaA”, en *NZG*, n.º 12 (2006), p. 445.

THIES, H., *Pflichtangebot nach Umwandlungen. Zum Verhältnis von Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht*, Berlin (2006), 292 pp.

ULBRICHT, H., *Abwehrmassnahmen gegen feindliche Übernahmeveruche nach deutschem und englischem Recht*, Frankfurt (2006), 345 pp.

VIANDIER, A., “Défenses en cours d’offre: les règles de compétence des organes sociaux après la loi du 31 mars 2006”, en *RJDA* n.º 5 (2006), p. 435.

— RÉGIMEN DE LOS INSIDER

ADAMEK, C., *Jahresabschlussinformation und Kapitalmarktanomalien. Eine empirische Analyse börsennotierter Unternehmen in Deutschland im Armen der Einführung internationaler Rechnungslegungsstandards*, Herzogenrath (2006), 233 pp.

CASSANI, C., “L’insider trading tra indeterminata ed accesso di delega”, en *Giurisprudenza Commerciale* II (2004), p. 115.

DENOZZA, F., “La nozione di informazione privilegiata tra ‘Shareholder Value’ e ‘Socially Responsible Investing’”, en *Giurisprudenza Commerciale* I (2004), p. 585.

HENRICHS, J., “Prognosen im Bilanzrecht”, en *Die AktienGesellschaft*, n.º 19 (2006), p. 698.

KOENIG, D., *Das Verbot von Insiderhandel. Eine rechtsvergleichende Analyse des schweizerischen Rechts und der Regelung der USA und der EU*, Zurich (2006), 328 pp.

MITTELETTE, O., “L’obligation de déclaration des transactions des dirigeants”, en dossier *La transposition de la directive Abus de marché*, en *Banque et Droit* (julio-agosto 2006), p. 27.

PASSARDI, C., *Erfolgspublizität. Kapitalmarktorientierte Berichterstattung zur Unternehmensperformance*, Zurich (2006), 208 pp.

PELTIER, F., “L’obligation de tenir une liste d’initiés”, en dossier *La transposition de la directive Abus de marché*, en *Banque et Droit* (julio-agosto de 2006), p. 24.

SPINDLER, G., “Prognosen im Gesellschaftsrecht”, en *Die AktienGesellschaft*, n.º 19 (2006), p. 677.

TIFFE, A., *Die Struktur der Informationspflichten bei Finanzdienstleistungen*, Baden-Baden (2006), 401 pp.

VEIL, R., “Der Schutz des verständigen Anlegers durch Publizität und Haftung im europäischen und nationalen Kapitalmarktrecht”, en *ZBB*, n.º 3 (2006), p. 162.

VEIL, R., “Prognosen im Kapitalmarktrecht”, en *Die AktienGesellschaft*, n.º 19 (2006), p. 690.

WIDDER/GALLERT, “Ad-hoc-Publizität infolge der Weitergabe von Insiderinformationen — Sinn und Unsinn von § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG”, en *NZG*, n.º 12 (2006), p. 451.

— SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN

BARTA/GEISELER-BONSE, “Nachzahlungsforderungen bei geschlossenen Immobilienfonds im Unterdeckungsmodell”, en *BKR*, n.º 7 (2006), p. 265.

COLAVOLPE, A., “Brevi note sulle condizioni per l’assunzione dell’incarico di banca depositaria di fondi comuni di investimento”, en *Rivista di Diritto Privato* (2005), p. 615.

CUZACQ, N., “Le vote des gestionnaires d’OPCVM”, en *Revue de Sociétés*, n.º 3 (2006), p. 491.

SCHNEIDER, U.H., “Alternative Geldgeber oder Eigenkapitalräuber?”, en *Die AktienGesellschaft*, n.º 16 (2006), p. 577.

WAGNER, “ÖPP: Ein neues Marktsegment für geschlossene Immobilienfonds?”, en *BKR* n.º 7 (2006), p. 271.

TÍTULOS VALORES

— VALORES MOBILIARIOS

BOSAK, J.M., *Asset Backed Securities. Rechtliche, bilanzielle und steuerliche Aspekte*, Herzogenrath (2006), 279 pp.

— ACCIONES

CONAC, P.-H., “L’intérêt des Global Shares au regard du droit français”, en *Revue de Droit Uniforme*, vol. XI (2006-2), p. 245.

KADDOUCH, R., “LBO: actions de préférence ou pacte d’actionnaires”, en *JCPE* (2006), p. 1953.

GÄTSCH, A./MIMBERG, J., “Der Legitimationsnachweis nach § 123 Abs. 3 AktG in der Fassung des UMAG bei börsen-notierten Gesellschaften”, en *Die Aktiengesellschaft*, n.º 20 (2006), p. 746.

MARANO, P./FERRETTI, I., “Cross-listing, Global Shares and Dematerialised

Shares”, en *Revue de Droit Uniforme*, vol. XI (2006-2), p. 267.

MERCADAL, B., “Que faire des actions de préférence?”, en *RJDA*, n.º 7 (2006), p. 671.

MOCHKOVITHC, P./PARTOUCHE, M., “Le plan d’attribution gratuite d’actions”, en *Droit et Patrimoine* (junio 2006), p. 24.

OECHSLER, “Das Finanzierungsverbot des § 71a Abs. 1 Satz 1 AktG bei Erwerb eigener Aktien”, en *ZIP*, n.º 36 (2006), p. 1661.

SHOUKIER, M., *Stock Options. Bilanzielle Behandlung in der internationalen Rechnungslegung*, Saarbrücken (2006), 72 pp.

WEHRHAHN, T., *Finanzierungsinstrumente mit Aktienerwerbsrechten*, Berlin (2004), 279 pp.

PÉREZ MILLÁN, David. *Documenti di legittimazione e titoli impropri*. Prólogo de Francesco Galgano. Le monografie di Contratto e impresa. Serie dirigida por Francesco Galgano, 92, Cedam, Padua, 2005, XVI, 213 páginas.

I. El libro que ahora recensamos tiene su origen en la Tesis Doctoral realizada por el autor, bajo la dirección del prof. GALGANO, en el Colegio de España de Bolonia.

El tema objeto de esta monografía se inserta en un sector del Derecho con una riqueza conceptual suficiente para producir el efecto formativo de una Tesis. Como señala el prof. GALGANO en el prólogo, el tema objeto de estudio requiere de un bagaje técnico de alta precisión y una sólida cultura jurídica en cuanto al estudio de los conceptos de teoría general del derecho. El autor, pues, se ha enfrentado a un tema difícil, escribiendo una magnífica monografía. El prof. GALGANO lo pone de manifiesto al “presentar en sociedad” este libro. Dice el ilustre maestro que su autor ha sido uno de sus mejores alumnos, que esta monografía es una contribución importante tanto al conocimiento del tema específico como al estudio de la teoría general de las obligaciones y que será de gran utilidad tanto en Italia como en el vasto mundo de la lengua española. A nuestro juicio, creemos que el título del libro desmerece su contenido, pues además de estudiar, y bien, lo que él sugiere, contiene una síntesis inigualable de la “Teoría general de los títulos valores”, entendiendo ahora esta expresión en sentido amplio. Las cuestiones que en él se abordan se esclarecen y delimitan hasta sus últimas consecuencias de la mano de la precisión y finura jurídica de la prestigiosa doctrina italiana. El debate se agota y prolonga a través de las interesantes notas a pie de página, a las que el lector de esta monografía debe prestar especial atención.

El mismo autor, en el capítulo de agradecimientos, señala que también han contribuido a que este trabajo de investigación haya podido ver la luz los profesores GONDRA ROMERO, GARCÍA VILLAVERDE (†) y LEÓN SANZ.

La monografía de la que damos noticia consta de una breve Introducción (pp. XV, XVI) y tres capítulos, en los que estudia la distinción con los títulos valores —títulos de crédito en la terminología italiana— (capítulo primero, pp. 1 a 21), la función de legitimación del documento (capítulo segundo, pp. 23 a 114) y los documentos de legitimación diferentes a los títulos de crédito (capítulo tercero, pp. 115 a 189). Termina con veintiséis conclusiones, donde se sintetizan de forma precisa y apretada las cuestiones fundamentales del trabajo (pp. 191 a 204). Finalmente hay una referencia bibliográfica exhaustiva de la doctrina italiana y de alguna aportación importante de la doctrina alemana (pp. 205 a 213). En este sentido, se trata de una obra de interpretación del Derecho italiano pero donde se contienen las claves necesarias para el estudio del Dere-

cho español. No olvidemos que es precisamente en el Derecho italiano donde la construcción dogmática de los títulos valores (títulos de crédito) ha adquirido uno de los mayores niveles y desde luego donde se ha desarrollado más el estudio de los documentos de legitimación y de los títulos impropios.

II. En la Introducción, el Prof. Dr. PÉREZ MILLÁN constata que en el Derecho italiano hay una disciplina general de los títulos de crédito y una mención a los documentos de legitimación y a los títulos impropios (artículo 2002 del Cc) para excluirlos del ámbito de aplicación de la normativa aplicable a los primeros. Lo anterior le lleva a señalar que el estudio de los títulos de crédito (propios) ayuda a entender mejor los títulos de crédito (impropios) y, a su vez, el estudio de estos últimos ayuda a entender mejor a los primeros. Como expresivamente señala el autor “ambas categorías documentales se definen recíprocamente”. De acuerdo con las premisas anteriores, el autor, en la introducción, establece el orden de los temas a tratar. En la monografía se estudian primero las características esenciales de los títulos de crédito a fin de determinar aquello de lo que carecen los documentos de legitimación y los títulos impropios. Posteriormente, se analiza la función de legitimación para el ejercicio del derecho, que es común tanto a los títulos de crédito como a los documentos de legitimación y títulos impropios. Finalmente, se estudian, en particular, los documentos de legitimación y los títulos impropios. Se nos dice que, según algunos, esta última categoría experimenta una difusión creciente en la práctica, en la medida que la contratación se masifica cada vez más, en contraste con los títulos de crédito, que estarían desapareciendo.

III. En el capítulo primero el Prof. Dr. PÉREZ MILLÁN, de acuerdo con el plan trazado, analiza el concepto normativo y tipológico de los títulos de crédito. Se examina la distinción entre concepto amplio y estricto de título de crédito, poniendo de manifiesto que en el Derecho italiano, a pesar de la falta de una expresa definición legislativa, la preferencia por el concepto estricto de título de crédito se puede deducir de la normativa contenida en el Cc de 1942. Partiendo del concepto estricto de título de crédito acogido, considera el autor que se puede afirmar que la esencia de la disciplina de los títulos de crédito está en la particular tutela o protección de la posición del tercer adquirente de buena fe desde el punto de vista obligacional y desde el punto de vista real, es decir, en los principios de inoponibilidad de excepciones y de adquisición *a non domino* (p. 6). Ahora bien, como se discute la efectiva extensión del principio de oponibilidad de excepciones a todos los títulos de crédito (en particular a las acciones), considera el Prof. Dr. PÉREZ MILLÁN que a los fines del presente trabajo el problema se puede superar poniendo de relieve como propiedad normativa imprescindible de los títulos de crédito (en sentido estricto) la posibilidad de adquisición *a non domino* del derecho documentado. En cualquier caso, en los documentos de legitimación y en los títulos impropios, se verifica la ausencia

simultánea de los dos principios que caracterizan los títulos de crédito: la protección real y la protección obligacional (p. 9).

Los criterios expuestos los utiliza el autor para distinguir negativamente estos documentos de los títulos de crédito, por lo que les falta. Se deben luego diferenciar positivamente los documentos de legitimación y los títulos impropios de otros documentos conocidos en la práctica, a través de la nota de la legitimación para el ejercicio del derecho que, a su vez, les acerca a los títulos de crédito.

IV. En el capítulo segundo se estudian las funciones de legitimación del documento, tanto la función de legitimación en orden al ejercicio del derecho documentado como la función de los documentos de legitimación en orden a la cesión de créditos.

Se empieza este capítulo con un interesante estudio sobre el concepto y posibles funciones del documento. Dentro de las posibles funciones del documento, por razones obvias, el Prof. Dr. PÉREZ MILLÁN se detiene en el estudio de la que más caracteriza tanto a los títulos de crédito propios como impropios (documentos de legitimación y títulos impropios), esto es, en la función de legitimación para el ejercicio del derecho documentado. Se distingue entre capacidad y legitimación y, en relación a esta última, se pone de manifiesto la variedad de significados, si bien en el trabajo interesa, en particular, la legitimación para el ejercicio del derecho. Es interesante, en esta sede, la distinción que se hace entre legitimación para exigir el cumplimiento y la legitimación para recibir la prestación, así como la contraposición más común entre legitimación sustancial o de derecho (que a veces equivocadamente se ha disuelto en el concepto de titularidad) y legitimación aparente, formal o de hecho (pp. 35, 36).

Hechas las anteriores consideraciones sobre la legitimación en general, el autor estudia la legitimación documental, expresión que prefiere a la de legitimación cartular, porque aquella no prejuzga el material empleado en el documento. Se trata de una legitimación por la posesión que se intenta diferenciar de la mera tenencia material (pp. 38 y 39). Se procede luego a examinar la distinción entre documentos de legitimación real y documentos de legitimación nominal, clasificación que necesariamente le lleva a aquélla otra que distingue entre títulos al portador, a la orden o nominativos (pp. 40, 41).

De la legitimación por la posesión cualificada derivan otros efectos que fundamentan la distinción entre legitimación activa y legitimación pasiva, que en la monografía se estudian con detenimiento. En relación a la legitimación activa y a su fundamento, después de examinar las distintas posturas doctrinales, sostiene el Prof. Dr. PÉREZ MILLÁN que la legitimación activa es una presunción de legitimación sustancial (o de derecho) a recibir la prestación, volviéndose aquí a distinguir acertadamente entre legitimación sustancial y ti-

tularidad del derecho y señalando, agudamente, que la anterior presunción, técnicamente, no comporta una inversión de la carga de la prueba ni una regla para su distribución (pp. 50, 51).

A continuación se estudia la legitimación pasiva, que tiene por efecto la liberación del deudor que cumple la prestación frente al poseedor sin dolo o culpa grave, ahondando en conceptos clave como la buena fe en sentido objetivo y subjetivo, así como la relación entre la buena fe y la apariencia y la relación entre buena fe y la diligencia impuesta en el cumplimiento de las obligaciones. Por lo demás, se parte de que la normativa sobre estas cuestiones aplicable a los títulos de crédito es extensible a los documentos de legitimación y títulos impropios (p. 61) y se profundiza en la distinción conceptual entre formalismo y apariencia como situaciones que justifican la liberación del deudor y mecanismos diversos para la protección de los terceros (pp. 73, 74, 75).

Después de haber abordado la legitimación activa y la legitimación pasiva, el Prof. Dr. PÉREZ MILLÁN se refiere en otro epígrafe a la necesidad de los documentos de legitimación para el ejercicio del derecho. Primeramente aborda esta cuestión en relación a los títulos de crédito. Siguiendo a PELLIZZI, termina manifestando que, en definitiva, hay que relativizar la necesidad de la posesión cualificada o no del documento para el ejercicio del derecho, si bien la anterior afirmación hay que hacerla compatible con la necesidad de proceder a la amortización del título de crédito cuando este último procedimiento esté previsto (pp. 81, 82).

En segundo lugar, analiza la necesidad de los documentos legitimantes diversos de los títulos de crédito, para el ejercicio del derecho. Se observa que en estos casos no es posible la adquisición *a non domino* del derecho documentado, luego la pérdida del documento no impide al titular desposeído recibir la prestación documentada si puede probar al deudor el propio derecho, demostrando su titularidad originaria y la pérdida involuntaria del documento. Si luego se acredita que las pruebas suministradas eran falsas el deudor se habría liberado si obró con la diligencia debida y no se hubiera previsto un procedimiento de amortización.

Finalmente, en el punto tercero de este capítulo segundo, el Prof. Dr. PÉREZ MILLÁN se refiere a las funciones de los documentos de legitimación en orden a la cesión de créditos. Con carácter previo, el autor examina las funciones de los documentos probatorios en la cesión de créditos, señalando que a pesar de su utilidad para el ejercicio del derecho, el simple documento probatorio del derecho de crédito puede no ser suficiente para la realización del crédito del cesionario, en cuanto que además de ese documento probatorio puede llegar a ser necesario, en la práctica, el documento que suministra la prueba de la cesión misma e incluso el que acredita la notificación de la cesión (p. 91). Por

otro lado, al hilo de este tema, el lector puede encontrar un desarrollo exhaustivo y esclarecedor de la cesión de créditos en relación al ejercicio del derecho cedido y en relación con el pago al acreedor aparente. Da la sensación de que la monografía vuela aún más alto en la medida en que alguna cuestión toca de cerca el régimen de la cesión de créditos.

Hechas las anteriores consideraciones de carácter general, el Prof. Dr. PÉREZ MILLÁN abre un nuevo epígrafe para tratar de las funciones de ciertos documentos legitimantes respecto al conocimiento de la cesión por parte del deudor. Lo más significativo a tener en cuenta aquí es que la exclusión de la tutela que, con carácter general, se ofrece al deudor cuando pague al cedente ignorando la cesión está sólo justificada en el caso de los títulos impropios (p. 103).

Se termina este punto tercero del capítulo segundo refiriéndose a las funciones de ciertos documentos legitimantes respecto a la excepción de compensación y respecto al conflicto entre adquirentes de derechos incompatibles sobre el mismo crédito (pp. 104 y ss.).

V. Finalmente, el capítulo tercero y último estudia de forma específica las categorías de documentos legitimantes diversas de los títulos de crédito, esto es, los documentos de legitimación y los títulos impropios. En primer lugar, el Prof. Dr. PÉREZ MILLÁN analiza las categorías elaboradas por la doctrina antes del Cc de 1942, por la influencia que tienen sobre la codificación de 1942. Después de examinar las diversas posiciones doctrinales, como apreciación de conjunto, se señala que en ese momento se reconocen fundamentalmente dos categorías de documentos que tienen funciones de legitimación, distintos de los títulos de crédito: las contraseñas de legitimación y los títulos de legitimación.

El reflejo de las categorías elaboradas por la doctrina con anterioridad se plasmaría en el vigente artículo 2002 del Cc, si bien algunos otros autores reconocen en el tenor de este artículo una superación de las categorías elaboradas por la doctrina antes del Código. Los nuevos documentos de legitimación comprenderían, según algunos, las contraseñas y los títulos de legitimación. Por lo que se refiere al otro tipo previsto en el artículo 2002 del Cc, los títulos impropios en sentido estricto, serían documentos con algunos mecanismos exteriores de los títulos de crédito, pero sin que de ello deriven los efectos que estos últimos producen.

Se examinan, en primer lugar, los documentos de legitimación, donde se estudian las contraseñas de legitimación y los títulos de legitimación. Los documentos de legitimación, en sentido negativo, se distinguen de los títulos de crédito por la ausencia de la tutela real y obligatoria (principio de adquisición *a non domino* y de inoponibilidad de excepciones), exclusiva de estos últimos. En sentido positivo realizan una función respecto a la legitimación sustancial para

recibir la prestación, la cual es común tanto en relación a los títulos impropios como en relación a los mismos títulos de crédito (p. 132).

Las contraseñas de legitimación estarían dotadas solo de la legitimación pasiva, de modo que el deudor se liberaría pagando de buena fe contra su presentación, pero podría también requerir para cumplir otras pruebas del derecho a la prestación diversas del documento (p. 135). Los títulos de legitimación atribuirían la legitimación pasiva y la legitimación activa. El Prof. Dr. PÉREZ MILLÁN abandona esa clasificación y, siguiendo a la más moderna doctrina italiana, piensa que todo documento de legitimación otorga legitimación activa y pasiva. Señala el autor que el análisis detallado de la función de legitimación revela una conexión lógica entre legitimación pasiva y legitimación activa. Posteriormente, con relación a estos documentos de legitimación, estudia el cumplimiento sin el documento, en el caso de desposesión involuntaria, distinguiendo según haya previsión expresa o no de un procedimiento de amortización.

Hechas las anteriores consideraciones de tipo general, el Prof. Dr. PÉREZ MILLÁN examina algunos supuestos concretos de documentos de legitimación como los documentos de depósito, los billetes de transporte de personas y los billetes de lotería, documentos que tienen en común el hecho de que su creación responde a la necesidad de agilizar la ejecución de la prestación sin que con su entrega se pretenda favorecer la circulación del derecho documentado (p. 140). En cualquier caso, no ofrecen al tercer adquirente la tutela real y obligatoria exclusiva de los títulos de crédito (p. 150).

En el último punto de este último capítulo tercero estudia los títulos impropios. Este apartado tiene tres epígrafes. En el primero se aborda la distinción de estos títulos con los documentos de legitimación; en el segundo de los epígrafes se hace referencia a la póliza de seguros a la orden y al portador y finalmente, en un tercer epígrafe, se estudia la letra emitida “no a la orden”, la letra transmitida sin endoso y la letra con endoso tardío.

Sobre la distinción de los títulos impropios de los documentos de legitimación, el artículo 2002 del Cc define los títulos impropios como aquellos documentos que permiten la transmisión de los derechos que en ellos son mencionados sin la observancia de las formas propias de la cesión. Pues bien, el Prof. Dr. PÉREZ MILLÁN vuelve a recordarnos en esta sede su postura según la cual todo documento de legitimación tiene legitimación pasiva y legitimación activa, las cuales se conectan lógicamente entre ellas. Lo anterior también vale para los títulos impropios, puesto que ambos tipos de documentos no se distinguen por su eficacia legitimatoria (p. 151). La distinción entre ambos documentos viene del tenor literal del artículo 2002 del Cc, según el cual un título impropio es un documento que sirve a la transmisión de un derecho sin la observancia de

las formas propias de la cesión. Observa el autor que la cesión, sin embargo, en sí misma, no requiere ningún requisito formal, excepto aquellos que precisa el negocio jurídico que la produce. Por ello, como la única carga formal prevista en sede de cesión de créditos es la notificación o aceptación, se concluye que son estas formas las que se pretenden excluir con la emisión de un título impropio. En una apretada síntesis comparativa, señala el Prof. Dr. PÉREZ MILLÁN que con la emisión de un título de crédito el documento no identifica al poseedor cualificado como cesionario, sino como adquirente de un derecho autónomo en sede obligatoria (inoponibilidad de excepciones) o en sede real (adquisición *a non domino*). Por el contrario, los títulos impropios no alteran los principios sustanciales de la cesión ordinaria de créditos, mientras que los documentos de legitimación no modifican ni siquiera las formalidades de la cesión, debiendo el eventual cesionario demostrar con los medios ordinarios la cesión y notificarla al deudor cedido (p. 161).

Por otro lado, señala el autor que los títulos de crédito propios e impropios son, normalmente, títulos aparentemente circulantes. Por el contrario, los documentos en los cuales se designa un nombre, sin ninguna de estas cláusulas, no sólo no pueden ser considerados, en caso de duda, títulos de crédito, sino tampoco títulos impropios.

Hechas las correspondientes consideraciones generales sobre los títulos impropios, el Prof. Dr. PÉREZ MILLÁN estudia el considerado por la doctrina paradigma de título impropio, la póliza de seguros a la orden o al portador (el autor considera que la póliza nominativa es un documento de legitimación y no un título impropio). Lo anterior implica utilizar las categorías del Derecho de seguros que el autor demuestra conocer a la perfección. En este contexto, analiza con cierto detalle la cesión del crédito contra el asegurador, la cesión del contrato de seguro, los casos de atribución originaria de los derechos derivados del contrato y la posible función respecto a ellos de las pólizas a la orden o al portador. En este sentido, se señala que la estipulación de un contrato por cuenta de otro (o por cuenta de quien corresponda) o la designación de un beneficiario en el seguro sobre la vida, se distinguen tanto de la cesión del contrato como de la cesión del crédito.

El Prof. Dr. PÉREZ MILLÁN termina el apartado relativo a los títulos impropios refiriéndose en un último epígrafe a la letra emitida “no a la orden”, a la letra transmitida sin endoso y a la letra con endoso tardío. Advierte el autor de que, a pesar de que este epígrafe está incluido en el capítulo dedicado a los títulos impropios, sólo a una de las hipótesis de letra tomadas en consideración le puede ser atribuida tal naturaleza.

En relación a la primera hipótesis, la letra con cláusula “no a la orden” u otra equivalente [artículo 15, párrafo 2] se transmite en la forma y con los

efectos de la cesión ordinaria. Señala el autor que, aunque su naturaleza ha sido objeto de cierta controversia doctrinal, es un documento de legitimación (p. 185).

La letra de cambio emitida a la orden y transmitida sin el endoso del documento [artículo 25.l.c] produce los efectos propios de la cesión ordinaria, pero como es apta para recuperar la circulación cambiaria mediante endoso, el autor considera que continúa siendo un título de crédito.

El último supuesto se refiere a la letra a la orden con endoso tardío, después del protesto por falta de pago o después de que haya expirado el término para levantarlo. El endoso de la letra a partir de aquel momento produce los mismos efectos que una cesión ordinaria [artículo 24, párrafo 1.l.c)]. La letra protestada o perjudicada conserva su función de legitimación tanto en orden al cumplimiento del derecho documentado como a su cesión. Sin que sean alterados los principios sustanciales que rigen la cesión ordinaria de créditos, la emisión a la orden del documento exonera al poseedor cualificado de la carga de notificar la cesión. Se trata, pues, de un título impropio, en el mismo sentido en que lo es la póliza de seguros a la orden o al portador (p. 189).

VI. Después de una lectura sosegada del libro, la valoración que se hace del mismo es altamente positiva. La obra, escrita en italiano, tiene una lectura fácil y amena, que te atrapa desde el principio y te hace disfrutar con las cosas que vas aprendiendo. Todo ello a pesar de su extraordinaria profundidad y de que se trata de una obra llena de finuras y matices. Da la sensación de que las cosas suceden como son expuestas, de forma clara y sencilla. Sencillez y claridad que, sin duda, no estaba en el orden de las cosas tal como se le iban presentando al autor, sino que son el producto de muchas horas de trabajo y de esquemas modificados, fruto de muchas reflexiones. En este sentido, se pueden discutir las soluciones a las que se llega, pero los argumentos y razonamientos que se utilizan son siempre defendibles.

Por otro lado, contribuye al estudio de un sector importante, donde las aportaciones son escasas, tanto en el Derecho italiano como, en general, en el Derecho europeo, así como, con alguna excepción importante, en el Derecho español. De ahí también su oportunidad. Sólo me queda felicitar al autor por esta monografía e invitar al lector para que acuda a su lectura.

Nemesio Vara de Paz

*Profesor Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid*