

ÍNDICE

Página

ARTÍCULOS

- Una aproximación al derecho de las OPAs competidoras (A propósito de una reforma reciente). *M.^a Isabel Sáez Lacave* 7
- Consecuencias civiles por inexactitudes u omisiones del folleto informativo de OPA/OPS. *M.^a Rosa Tapia Sánchez* 49
- La comisión de control de cumplimiento normativo (*compliance committee*) del Consejo de Administración. *Javier Wenceslao Ibáñez Jiménez* 89

CRÓNICA

- Actualidad y vigencia práctica de las garantías “a primer requerimiento” en la reciente jurisprudencia. *José Carlos Espigares Huete* . 135
- La crisis del sistema de financiación de los cursos de idiomas. *Irene Escuin Ibáñez* 159

JURISPRUDENCIA

- La indefensión producida por maquinaciones fraudulentas en la realización de actos de comunicación y el recurso de revisión civil. *Cristina Carretero González* 179
- Nulidad y rescisión de transmisión de propiedad y simultánea hipoteca de los bienes transmitidos en fraude de acreedores. *Daniel Rodríguez Ruiz de Villa* 197
- De nuevo: La falta de indicación del tomador de la letra y la jurisprudencia contradictoria. *Juan Sánchez-Calero Guilarte* 217

NOTICIAS

1. Aprobación del Reglamento y de la Directiva sobre la Sociedad Cooperativa europea. <i>Fernando Sánchez Calero</i>	229
2. Revisión de las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos en Cooperativas de Crédito. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	231
3. Aprobación de la Directiva sobre los requisitos de información con respecto a ciertos tipos de empresas. <i>María Candelas Sánchez Miguel</i>	231
4. Ley Tipo de Defensa de la Competencia (UNCTAD). <i>María Gómez Mendoza</i>	232
5. Modificación del régimen del Comité de Auditoría. <i>Fernando Sánchez Calero</i>	234
6. Informe del Banco Central Europeo sobre la Propuesta de Directiva sobre folleto informativo. <i>Christi Amesti Mendizábal</i>	236
7. Sentencia de la Sala Tercera del Tribunal Supremo sobre sanción a una sociedad de valores por negociación por cuenta propia con los titulares de las carteras que gestiona. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> .	239
8. Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento: “Refuerzo de la auditoría legal en la UE”. <i>María Candelas Sánchez Miguel</i>	242
9. Memoria del Servicio de Reclamaciones del Banco de España 2002. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	244
10. La Directiva 2003/41/CE sobre los Fondos de Pensiones de Empleo. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	245
11. Incremento de la transparencia de las sociedades en la Ley Francesa sobre Seguridad Financiera. <i>Alberto Ayala</i>	249
12. Revisión del Código de Buen Gobierno Británico. <i>Blanca Puyol Martínez-Ferrando</i>	250
13. Leve modificación de la Ley de Crédito al Consumo. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i>	252
14. Los pactos parasociales en la reforma del <i>Codice Civile</i> . <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	253
15. Grupo y área de consolidación en el Código de Comercio. <i>Juan Ignacio Ruiz Peris</i>	255

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía	271
--------------------	-----

ARTÍCULOS

UNA APROXIMACIÓN AL DERECHO DE LAS OPAS COMPETIDORAS (A PROPÓSITO DE UNA REFORMA RECIENTE)^(*)

M.^a ISABEL SÁEZ LACAVE
Universidad Autónoma de Madrid

SUMARIO

- I. PLANTEAMIENTO.
- II. LA REGLA DE LA SUBASTA *VERSUS* LA REGLA DEL MERCADO.
 - 1. Planteamiento.**
 - 2. Eficacia y costes de información.**
 - 3. Eficiencia y asignación de los recursos.**
 - 4. El riesgo de extorsión y la protección del accionista.**

(*) La elaboración de este trabajo se ha beneficiado de la ayuda económica concedida por la DGI, del Ministerio de Ciencia y Tecnología, en el marco del proyecto de investigación BJU 2000-0265, dirigido por el profesor Cándido Paz-Ares.

RDBB núm. 92 / Octubre-Diciembre 2003

III. EL PAPEL DE LOS ADMINISTRADORES COMO SUBASTADORES A EXAMEN.

1. **¿Quiénes son mejores “decisionmakers”, los administradores o los accionistas?**
2. **La subasta como estrategia defensiva.**

IV. LA REGULACIÓN DE LAS OPAS COMPETIDORAS.

1. **Racionalidad de las normas: eficacia o maximización del premio.**
 2. **Las claves de la regulación de las opas competidoras.**
 3. **La reforma a examen.**
-

I. PLANTEAMIENTO

En esencia, el derecho de opas es un sistema de control externo de los administradores de probada eficacia cuando los sistemas de control interno se revelan insuficientes. Las opas, en efecto, sirven para disciplinar a los administradores a cumplir, porque las sociedades mal administradas —aquéllas cuyo valor en bolsa es inferior al que podrían alcanzar si sus recursos estuvieran bien gestionados— corren el riesgo de perder el control en favor de otros inversores dispuestos a reemplazar el equipo directivo y maximizar el rendimiento de sus recursos⁽¹⁾. Por eso, las opas son transacciones que crean valor y persiguen la

(1) Se trata de un problema de costes de agencia [v. JENSEN/MECKLING, “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure”, 3 *J. Financial Econ.* (1976), p. 305; ALCHIAN/DEMSETZ, “Production, information costs, and economic organization”, 62 *Am. Econ. Rev.* (1972), p. 777]. La teoría nos dice que los inversores ponen el dinero en una sociedad para sacar el máximo rendimiento, pero quienes lo gestionan son los administradores. El problema es que los intereses de accionistas y administradores no siempre están alineados. Los administradores no obtienen compensación plena por su trabajo cuando lo hacen bien, por lo tanto les puede resultar ventajoso rebajar su nivel de exigencia. El resultado es una gestión subóptima que se ve reflejada en la cotización de las acciones. Es la factura de los costes de agencia. Para maximizar las ganancias, hay que minimizar los costes de agencia, es decir, hallar los instrumentos que compelan a los administradores a cumplir. Los economistas han dedicado muchos esfuerzos para identificarlos (los bonuses, la remuneración por objetivos, los planes de pensiones, etc.), pero no son suficientes. Por eso, las opas son un instrumento muy efectivo de vigilancia de equipos de gestión empresarial, justamente porque la llevan a cabo otros equipos de gestión empresarial. Esta perspectiva está bien tratada entre nosotros por B. ARRUNADA, “Crítica a la regulación de OPAs”, *RDM* (1992), pp. 29-42; J. FERNÁNDEZ ARMESTO, “Las opas y el mercado de control empresarial: un balance de diez años de experiencia”, *RDM* (1998), pp. 37-40.

eficiencia en la administración de nuestras sociedades ⁽²⁾. Naturalmente, para que este mecanismo corrector sea efectivo es imprescindible que el resto de las sociedades colaboren rastreando el mercado en busca de sociedades mal gestionadas. De esta forma, junto al objetivo de localizar eventuales fallos en la gestión, el acecho previene que los administradores se relajen en sus puestos. Esta idea es precisamente la que se quiere transmitir cuando se habla del mercado del control societario ⁽³⁾. Pues bien, el problema que se nos plantea en este trabajo consiste en identificar el régimen de opas competidoras que mejor se adecue a estos propósitos. La pregunta que nos hacemos es la siguiente: ¿es sensato facilitar la competición entre ofertas públicas de acciones sobre una misma sociedad, o por el contrario, es más conveniente que las ofertas sean súbitas o repentinas? En el caso de optar por un sistema de opas competidoras se aplicarían las *reglas de la subasta*, es decir, gana el mejor postor, la oferta cuyo precio no sea superado por ninguna otra. En caso contrario, se aplicarían las *reglas del mercado*, es decir, gana el más despierto, la oferta que se haya adelantado a las demás. La selección de uno u otro sistema ha de ser meditada. La competencia entre opas produce el aumento del precio de las acciones de la sociedad opada, por lo que se suelen considerar más favorables para los inter-

(2) Esta idea es importante señalarla porque hay una cultura anti-opa que sostiene lo contrario, esto es, que las opas dañan a los accionistas de las sociedades-*target*. En esta línea, se utiliza el sugerente término de *raider* para identificar a la sociedad opante, dando a entender con ello que el opante se enriquece a costa de los accionistas de la sociedad opada. Esto es falso. La evidencia empírica prueba que las opas crean valor, más allá de una mera transferencia de riqueza de unas manos a otras, v. M. C. JENSEN/R. S. RUBACK, "The market for corporate control. The scientific evidence", 11 *J. Fin. Econ.* (1983), pp. 5 y ss. En este sentido, son bienvenidas las reflexiones en torno a los beneficios sociales de las opas en el *Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids*, pp. 18-19.

(3) Se han probado diversas explicaciones relativas a la función que cumple el derecho de opas en nuestro ordenamiento, entre las cuales se apuntan buenas razones para hacer negocios como son las ganancias que reportan las combinaciones empresariales —las sinergias— o el ahorro fiscal (v. L. A. BEBCHUCK, "The case for facilitating competing tender offers", 95 *Harv. L. Rev.* (1982), pp. 131-134). Pero estas funciones ya las cumplen las fusiones o las adquisiciones amistosas, sin duda, menos costosas (v. R. C. CLARK, *Corporate Law*, 1986, pp. 535-536). La idiosincrasia de las ofertas públicas es claramente otra. La doctrina más atenta ha cerrado filas en torno a la idea de que cumplen la función de vigilar la actuación de los administradores [v. H. G. MANNE, "Mergers and the market for corporate control", 73 *J. Pol. Econ.* (1965), pp. 110 y ss., especialmente pp. 112-114; F. H. EASTERBROOK/D. R. FISCHER, "The proper role of a target's management in responding to a tender offer", 94, *Harv. L. Rev.* (1981), pp. 1169-1174]. Ahondando en esta dirección, se compara el mercado de control societario con un ruedo en el cual los equipos de directivos compiten entre sí, v. JENSEN/RUBACK, 11 *J. Fin. Econ.* (1983), pp. 6 y 44-45.

eses privados de sus accionistas⁽⁴⁾. Tiene, no obstante, la contrapartida de que no satisface el interés social porque los precios altos repercuten negativamente en la movilidad del mercado de control. En cambio, cuando las ofertas no compiten, se reduce la prima, pero a la vez se aumentan los incentivos para lanzar opas, con lo que el sistema del control societario sale fortalecido.

La tesis que me propongo desenvolver en las siguientes páginas es doble. El primer objetivo es persuadir al lector de que *el sistema de ofertas súbitas es preferible al sistema de opas competidoras*. La razón es relativamente simple: el mercado de control es un mercado de vigilantes, por eso cuantos más *raiders* inviertan en información sobre potenciales sociedades-*target* más efectivo será el control societario. Como es lógico, este mercado será atractivo para los *raiders* cuando puedan maximizar el precio de adquisición, esto es, la prima existente entre el valor de las acciones bajo una dirección eficaz y el valor actual en bolsa. Desde esta óptica, las políticas redistributivas dirigidas a repartir dichas ganancias con el *target* —entre las que se cuenta la subasta— gravan a modo de impuesto la actividad del *raider*⁽⁵⁾. Es un razonamiento muy similar al que hay detrás del derecho de patentes: se trata de atribuir derechos subjetivos sobre bienes informacionales de carácter productivo, porque de lo contrario se desincentivarían inversiones en la producción de esas informaciones socialmente valiosas⁽⁶⁾. Curiosamente, la opción contraria —la competencia entre ofertas— está muy extendida. Tan es así que la reforma de nuestro derecho de opas apuesta firmemente por un sistema de subasta (como lo atestigua la nueva redacción de los arts. 32, 33 y 36, modificados por el Real Decreto 432/2003, de 11 de abril). La razón en este caso también parece de peso: la subasta prima el bienestar de los accionistas. Lo que sucede es que este planteamiento encierra una falacia, porque supone desconocer las estrategias defensivas que brinda la

(4) La literatura financiera es concluyente: las ganancias que experimenta la sociedad-*target* son mayores cuando hay un concurso de oferentes a la opa a cuando hay uno sólo, v. por todos M. BRADLEY/A. DESAI/E. H. KIM, “Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms”, 21 *J. Fin. Econ.* (1988), pp. 3-40.

(5) El símil del impuesto que grava al oferente lo utilizan los autores americanos, v. G. J. JARRELL, “The wealth effects of litigation by targets: do interests diverge in a merger?”, 28 *J. L. & Econ.* (1985), p. 175; G. A. JARRELL/M. BRADLEY, “The economic effects of federal and state regulations of cash tender offers”, 23 *J. L. & Econ.* (1980), p. 373.

(6) Sobre este particular v. C. PAZ-ARES, “Principio de eficiencia y derecho privado”, *Estudios homenaje al profesor Broseta Pons*, Tomo III, Valencia, 1995, pp. 2889-2891.

subasta para los administradores de la sociedad-*target* ⁽⁷⁾. Pero quizá el reproche más sustancial al que se enfrenta esta doctrina es que la tesis del bienestar de los accionistas no se sostiene. Lo que *ex post* es un incremento de la riqueza del accionista de la sociedad-*target*, *ex ante* es un mero reparto de las ganancias entre las sociedades opantes y opadas ⁽⁸⁾. Estas cuestiones se abarcarán con detenimiento en los epígrafes II y III.

El segundo objetivo consiste en acompasar la competencia entre ofertas con la promoción de un modelo normativo de opas eficiente. Los ordenamientos suelen favorecer el sistema de opas competidoras porque toda regulación, por mínima que sea, introduce dos elementos esenciales a tal fin: plazos dilata-dos y revelación de información. En apariencia, la regulación —ingenuamente proteccionista— grava sólo al oferente ⁽⁹⁾. Sin embargo, a corto plazo perjudica a los accionistas que se ven privados de un mecanismo muy útil y eficiente para protegerse frente a la discrecionalidad de los administradores ⁽¹⁰⁾. De ahí que los defensores del sistema de opas sucesivas, conocedores de que el mercado de control es potencialmente muy competitivo, prefieran las reglas del mercado a la regulación. Aun siendo esto así, es improbable que se renuncie a un proceso de normativización del derecho de opas cada vez más fortalecido. Entonces, lo más juicioso es apostar por el *second best choice*, esto es, arbitrar un régimen a caballo entre mercado y subasta. Se trata de posibilitar las batallas de ofertas entre competidores —competencia *ex post*—, pero sobre todo, se trata de establecer los mecanismos precisos para que nuestras sociedades no pierdan el interés por realizar cambios de control —competencia *ex ante*—.

(7) Esta muy estudiado que las estratagemas de defensa frente a una opa son indeseables para el correcto funcionamiento del sistema porque frustran las ganancias sociales que producen las opas. Los únicos beneficiados son los “malos” administradores, que buscan conservar su puesto y su salario. Y participar en una subasta abre muchas vías de resistencia por parte de los administradores, que se materializa en acuerdos de primas o de promesas de empleo a cambio de información y aquiescencia. Tan es así, que el análisis de las ofertas competitivas se suele hacer desde la perspectiva de las tácticas defensivas de los administradores, como lo demuestra el trabajo de EASTERBROOK/FISCHEL, 94 *Harv. L. Rev.* (1981), pp. 1161 y ss.

(8) Esta constatación está bien ilustrada tanto por la literatura financiera [v., por todos, JARRELL/BRADLEY, 23 *J. L. & Econ.* (1980), p. 387], como por la literatura jurídica [v. EASTERBROOK/FISCHEL, 94 *Harv. L. Rev.* (1981), p. 1175].

(9) V. A. SÁNCHEZ ANDRÉS, “Sobre la caracterización y régimen de las llamadas opas simultáneas”, *La Ley*, 1990-2, p. 1113, expresa con claridad que el interés protegido por la norma no es el del oferente, sino el de los accionistas.

(10) V. ARRUÑADA, *RDM*, 1992, p. 58.

II. LA REGLA DE LA SUBASTA *VERSUS* LA REGLA DEL MERCADO

1. Planteamiento

La idea de que las ofertas compitan abiertamente entre sí parece *a priori* la alternativa más razonable y avanzada, quizá porque la asociamos mecánicamente a la economía de libre mercado⁽¹¹⁾. De ahí que no deba extrañarnos que goce de mayor predicamento en la doctrina y en los textos legislativos de nuestro entorno. Pero que la regla sea o no atinada, que es lo que aquí tratamos de averiguar, no se justifica por el respaldo normativo que haya logrado —el caso de la opa obligatoria es singularmente elocuente—⁽¹²⁾. Ya hemos anticipado nuestras dudas de que la subasta sea la opción que mejor se ajusta a la racionalidad del mercado de control societario. Ahora es momento de analizar los argumentos que se esgrimen para convencernos de lo contrario. Los dos primeros argumentos hacen hincapié en el aspecto social, la eficiencia de la subasta. Como veremos, la regla de la subasta hace prevalecer las razones de la eficiencia asignativa sobre las razones de la eficiencia productiva. De un lado, sus defensores alegan que el sistema de la subasta entre ofertas es consistente con la economía de la información [v. *infra* 2]. De otro lado, argumentan que la subasta entre ofertas es el único sistema que cumple el principio más elemental de eficiencia de las transmisiones, según el cual los bienes han de transferirse a quienes más los valoren [v. *infra* 3]. El tercer argumento se detiene en el aspecto privado, sustenta la tesis del bienestar de los accionistas. Se trata de legitimar, a través de un concepto abstracto de justicia, el derecho de los accionistas de la sociedad opada a ser los principales beneficiarios de las ganancias que se realizan en la opa [v. *infra* 4]. No obstante, tendremos oportunidad de comprobar que estos argumentos no se sostienen.

2. Eficiencia y costes de información

Los defensores de la subasta sostienen la tesis de que la libre apropiabilidad de la información es beneficiosa para el bienestar social. Esta idea está en la

(11) V. J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Limitación de voto, actuación concertada y ofertas condicionales. Estudios sobre OPAs (II)*, Madrid, 2002, p. 153. Incluso se llega a sugerir que no hay un auténtico mercado del control societario cuando no hay ofertas competidoras, v. U. W. SCHNEIDER, “Die Zielgesellschaft nach Abgabe eines Übernahme oder Pflichtangebots”, AG, 3, 2002, p. 125. En cambio, los economistas nos persuaden de que las opas competidoras no favorecen necesariamente la competencia por el control, y con frecuencia la contraen, v. ARRUNADA, *RDM*, 1992, pp. 62-63.

(12) El caso de la opa obligatoria está estudiada con maestría por J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *La opa obligatoria*, Madrid, 1996, *passim*.

base del sistema de la subasta: cuando la información es pública, se produce un uso óptimo de los bienes informacionales, pues la oferta que gana es la que más valora los recursos de la sociedad subastada ⁽¹³⁾. Este planteamiento, sin embargo, pretende ignorar el hecho de que la información es un bien costoso de producir. Lo cual nos sitúa frente al conocido dilema entre la eficiencia asignativa y la eficiencia productiva. Comencemos analizando la dimensión productiva del asunto, que es la que suele pasar más inadvertida. Y desde esta perspectiva, el núcleo de la cuestión son los costes hundidos *ex ante*. En efecto, existen varios tipos de costes inherentes a una opa. Básicamente, (i) el coste de reunir información sobre la rentabilidad de las sociedades de un sector y evaluar la oportunidad de una operación de adquisición, lo que significa escanear un gran número de sociedades con el objeto de identificar cuál de ellas es la más adecuada; (ii) el coste administrativo de lanzar la opa, que implica el asesoramiento financiero —bancos de inversión, contables— y legal de la operación, incluidos los gastos judiciales en caso de litigio; (iii) el coste de buscar la financiación de la operación, y finalmente (iv) el coste de reorganizar la sociedad si la venta se lleva a cabo. La mayoría son compatibles con la libre competición, pues cada oferente ha de pechar con ellos cuando se lanza la opa. No así el coste de indagación, que se caracteriza por ser un coste previo a la opa —*ex ante*— y solamente amortizable si la operación llega a buen fin —hundido—. Por eso, el reproche más consistente que se le hace a la subasta es que la competencia *ex post* penaliza al oferente que haya invertido en la indagación *ex ante*: al primero ⁽¹⁴⁾. Y si en este juego no se quiere perder, nadie querrá ser el primero, con lo que disminuye el nivel de búsqueda, y consigo la eficiencia del mercado de control ⁽¹⁵⁾.

(13) Esta es la tesis del trabajo de R. GILSON, "Seeking competitive bids versus pure passivity in tender offer defense", 33 *Stan. L. Rev.* (1982), pp. 51-67.

(14) Entre nosotros, v. por todos A. SÁNCHEZ ANDRÉS, "Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española", en *La lucha por el control en las grandes sociedades* (1992), p. 14, poniendo el acento en el mayor riesgo que asume el primero. Para mayor información, v. EASTERBROOK/FISCHEL, *Harv. L. Rev.* 94 (1981), pp. 1178-1179. Con demostración numérica, A. SCHWARTZ, 2 *J. L. Econ. & Org.* (1986), pp. 232-240.

(15) Este análisis está respaldado por los datos. Por un lado, R.S. RUBACK, "Assessing competition in the market for corporate acquisitions", 11 *J. Fin. Econ.* (1981), p. 147, asevera que el primer oferente pierde la competición en el 75% de los casos. Por otro lado, JARRELL/BRADLEY, 23 *J. L. & Econ.* (1980), pp. 373, 388 y 405, ponen de manifiesto que la regulación sobre opas competidoras contribuye a aumentar las primas. En una muestra de 161 opas entre 1962 y 1977 se comprobó que con la Williams Act, las primas subieron del 32% al 53%, y hasta el 73% al final de los años 70 cuando se promulgaron las legislaciones estatales.

Esta cuestión es difícilmente soslayable. Por eso, hasta los defensores de la subasta han tenido que admitir que la competencia potencia la prima al propio tiempo que reduce la frecuencia. Pero niegan la mayor, que repercuta negativamente en la eficiencia de la subasta. Primero, porque entienden que en realidad la subasta no amenaza la inversión en información, pues —dicen— se sobrevalora el efecto real de los costes hundidos: ni los costes de indagación son tan costosos, ni su rentabilidad tan baja como se asegura ⁽¹⁶⁾. Y segundo, porque afirman que la contención de la inversión en información es provechosa, pues, de lo contrario, se corre el riesgo de que un exceso de búsqueda origine ofertas ineficientes y ganancias sociales decrecientes ⁽¹⁷⁾. Son argumentos persuasivos, pero no logran convencer ⁽¹⁸⁾. Si lo pensamos detenidamente, no se trata de un problema relativo al volumen de costes de indagación, pues en tanto haya costes, y el primer oferente no pueda aprovecharse del rendimiento previsto, la inversión no queda garantizada ⁽¹⁹⁾. O dicho en otros términos: la competición perfecta entre oferentes *ex post* es inconsistente con la recuperación de los costes informacionales hundidos *ex ante*.

(16) V. BEBCHUCK, 95 *Harv. L. Rev.* (1982), pp. 1036-1038; R. GILSON, "A structural approach to corporations: the case against defensive tactics in tender offers", 33 *Stan. L. Rev.* (1981), p. 870. Arguyen, por ejemplo, que en una subasta el primer oferente siempre detenta una posición ventajosa porque puede adquirir acciones del blanco en el mercado antes de lanzar la opa, o que los bancos de inversión son los encargados de hacer las prospecciones del mercado y sus honorarios se determinan en función de las ganancias para el cliente.

(17) V. BEBCHUCK, 95 *Harv. L. Rev.* (1982), p. 1047 y pp. 1032-1033. La idea es que la búsqueda cristaliza en ofertas a sociedades bien gestionadas, bien porque sus stocks están infravalorados en bolsa, o bien porque los administradores buscan mayor poder y prestigio construyendo imperios [desmontan estos argumentos con suma facilidad y acierto F.H. EASTERBROOK/D.R. FISCHER, "Auctions and sunk costs in tender offers", 35 *Stan. L. Rev.* (1982), pp. 10-11]. En lo que respecta a la expropiación de ganancias por parte del *raider*, la evidencia avala que la subida de las acciones después de un cambio de control no se debe a posibles recursos ocultos de la sociedad-*target*, pues si la opa fracasa las acciones volverán tarde o temprano a sus valores anteriores, sino a la mayor especialización de la sociedad opada, v. BRADLEY *et al.*, 21 *J. Fin. Econ.* (1983), 193-194. Por su parte, el argumento de los beneficios empresariales no se sostiene, v. CLARK, *Corporate law*, pp. 537-538.

(18) Estos argumentos no escapan al sagaz escrutinio de J. C. COFFEE, "Regulating the market for corporate control: a critical assessment of the tender offer's role in corporate governance", 84 *Col. L. Rev.* (1984), pp. 1176-1178. Es demoledora la crítica que se hace a estos postulados desde la perspectiva metodológica, principalmente, por el uso forzado de los datos empíricos, v. A. SCHWARTZ, "Bebchuck on minimum offer periods", II-2 *J. of Econ. & Org.* 1986, pp. 271 y ss.

(19) Este es el problema de los costes marginales, bien tratados por EASTERBROOK/FISCHER, 35 *Stan. L. Rev.* (1982), pp. 6-7 y 10. Las sociedades rastreadoras buscarán sociedades mal gestionadas hasta que en el margen, la inversión de un dólar adicional en costes de indagación produzca un dólar de ganancia. Como ningún oferente puede capturar todas las ganancias, ninguno invertirá en indagación hasta el punto en que el último dólar gastado iguale la ganancia social marginal.

La situación descrita se corresponde con un problema clásico, el de los *derechos de propiedad sobre la información* ⁽²⁰⁾. La información, en tanto producto, presenta unas características particulares: mientras sea privada carece de valor productivo, no obstante su divulgación lo convierte en un bien público. Esto significa que el productor de la información es incapaz de forzar a los demás a pagar por su uso. Por ello, la razón fundamental que explica la infra-producción de información es que se trata de un producto poco rentable cuando el descubridor se ve incapaz de capturar las rentas que genera la difusión de su hallazgo —lo que en la jerga financiera se conoce como externalidad positiva ⁽²¹⁾. Estas reflexiones se ajustan al mecanismo de opas en cuanto nos percatamos de que el primer oferente es, en definitiva, el descubridor de una oportunidad de negocio. Y que, por lo tanto, *el dilema entre opas súbitas y opas competidoras hay que verlo desde la óptica de los incentivos sobre los bienes informacionales que en uno y otro caso proporciona la norma*.

Pues bien, por el lado de la subasta se suministran incentivos redistributivos, porque la información descubierta por el primer oferente es utilizada para transferir riqueza a favor de las ofertas posteriores. Se trata de un problema de *free rider*: la regla de la subasta convierte la información sobre los *targets* en un bien público para los rivales que no hayan contribuido en su producción. La insatisfacción es evidente: si, como sostienen los economistas, la oferta inicial, por su carácter informativo, hace de “abridor” ¿quién entonces querrá producir la información, ser, en definitiva, el pionero?

En cambio, por el lado de las ofertas súbitas se prestan incentivos productivos, dado que al asignar los derechos sobre la información al primer oferente, ésta puede ser empleada para incrementar el producto social. La cuestión, vista desde esta perspectiva, no ofrece dudas. Sólo a través de una *priority rule* —al estilo del derecho de propiedad industrial— se garantiza que el oferente inicial explote privadamente la oportunidad de negocio que ha descubierto en el mercado. Porque si el *raider* no rentabiliza la inversión en informaciones socialmente valiosas habrá una pérdida en bienestar social: se reducirá el número de ofertas y, con ello, la efectividad del control sobre los

(20) V. por todos EASTERBROOK/FISCHEL, 35 *Stan. L. Rev.* (1982), pp. 4-7.

(21) Estas cuestiones están analizadas en un estudio clásico sobre la materia, J. HIRSCH-LEIFER, “The private and social value of information and the reward to inventive activity”, 61 *Am. Econ. Rev.* (1971), pp. 561-574. Una parte importante de los beneficios que se pueden obtener con la información son especulativos. Esto supone que hay una estrecha relación entre el coste de producir el bien y el valor añadido que proporcione su difusión al productor. En el contexto de las ofertas públicas de acciones, son aconsejables las reflexiones en torno al problema de la externalidad positiva que se vierten en el trabajo de Y. AMIHUD/M. BURNOVSKI, “A priority rule in tender offers”, en *The Battle for corporate control. Shareholder rights, stakeholder interest & managerial responsibilities*, Nueva York, 1991, p. 315.

administradores⁽²²⁾. Por eso la conclusión que arroja el análisis que nos habíamos propuesto sobre la eficiencia productiva de la subasta no es nueva: la única forma de crear incentivos adecuados para la producción de un bien público es excluir a los no contribuyentes del disfrute de sus beneficios. La dimensión asignativa de la subasta se estudia con detenimiento en el siguiente apartado.

3. Eficiencia y asignación de los recursos

La ventaja más significativa que se atribuye a la subasta es que aumenta la utilidad de la transacción, es decir, sirve para colocar los bienes en sus usos más valiosos, porque —añaden— el mejor indicio de la mayor valoración de un bien es el precio que se está dispuesto a pagar por él. Por lo tanto, cuando el primer oferente no pueda destinar los bienes sociales a aquellos usos que resulten más productivos, las reglas de la subasta facilitan que los derechos se desplacen hacia el oferente que más los valora⁽²³⁾. Esta afirmación es, en principio, exacta. Pero la pregunta que debemos formularnos es si la eficiencia asignativa que proporciona la subasta compensa la disminución de la eficiencia productiva que lleva pareja. Para dar respuesta a esta cuestión es preciso hacer dos reflexiones. La primera se refiere a los presupuestos que deben concurrir según la teoría de la subasta para alcanzar el equilibrio asignativo [v. *infra* a)]. La segunda nos enfrenta al problema de la eficiente asignación de los recursos desde la perspectiva de los costes que se infligen a las partes y a la colectividad [v. *infra* b)].

a) En la subasta, el postor que más valora el bien gana la puja al ofrecer una mejora por encima de la segunda oferta más elevada. La teoría de la subasta nos demuestra que esta hipótesis se cumple en un modelo de equilibrio. En cambio, falla en otras condiciones si no se hacen los ajustes precisos. Bajo esta óptica, el reproche más consistente que se le hace a la competición entre ofertas desde la economía de la subasta es que el modelo de equilibrio no contempla la existencia de costes hundidos⁽²⁴⁾. En efecto, la teoría presume que los concursantes aprenden el valor del bien que se subasta sin cargo alguno. En cambio, si

(22) V. EASTERBROOK/FISCHEL, 35 *Stan. L. Rev.* (1982), pp. 4 y 7.

(23) V. BEBCHUCK, 95 *Harv. L. Rev.* (1982), p. 1048 y en 35 *Stan. L. Rev.* (1982), pp. 39-41; GILSON, 35 *Stan. L. Rev.* (1982), pp. 62-63; COFFEE, 84 *Col. L. Rev.* (1984), pp. 1280-1281.

(24) La teoría de la subasta ha construido un teorema según el cual cualquier tipo de transacción o de subasta que se diseñe conduce al mismo resultado si se observan cuatro suposiciones: i) los pujantes son neutrales al riesgo, ii) las ofertas se basan en estimaciones de valoración privada, iii) los oferentes son simétricos, y iv) el pago está en función de la oferta en sí. A estas cuatro suposiciones hay que añadir una quinta implícita en el modelo, y es que los oferentes no tienen costes de transacción. El trabajo de referencia para comprender la economía de la subasta lo firman R. PRESTON McAfee/J. McMILLAN, "Auctions and bidding", 25 *J. Econ. Lit.* (1987), pp. 699-738.

hubiera costes de investigación, el precio se reduciría en la medida de la suma de los costes hundidos de todos los concurrentes en la subasta⁽²⁵⁾. Pensemos que diez empresas compiten en una subasta por adquirir los derechos de extracción de petróleo de un terreno. Cada uno de ellos invierte 5 en estudios geológicos para conocer el valor de la finca, y —supongamos— que todos los estudios coinciden en valorar los recursos petrolíferos en 200. Si no hubiera costes hundidos, la puja más alta se correspondería con 200, pero si el ganador tiene que recuperar los costes hundidos, la oferta no podrá superar los 195. Es más, en el equilibrio a largo plazo las empresas entrarán en la subasta hasta que la ganancia que espera obtener el ganador iguale los costes de estimación de la industria, es decir, la oferta más alta será de 150 (200 menos el total de los costes preparatorios de la subasta, que ascienden a 50).

Naturalmente, el equilibrio no se alcanza cuando los costes de investigación gravan a uno de los concursantes y no a los restantes, es decir, cuando existen asimetrías. Como la valoración del bien se señala por el precio y como los costes de investigación se descuentan del precio que se está dispuesto a pagar, tenemos que no son comparables entre sí los oferentes gravados con costes de los que no tienen que pechar con ellos. *En estas condiciones —que son las típicas de las opas hostiles— no siempre se cumple la hipótesis de que paga más quien más valora el bien.* Con todo, la estrategia más hábil por parte del vendedor para maximizar su interés sería minimizar los costes de investigación, que, como hemos visto, al final repercuten en el precio. La sociedad-*target* representa el centro de producción de esta información y facilitarla a los concurrentes potenciales evitaría el coste acumulado de inversiones particulares. Incluso, si los costes informacionales son prohibitivos, es preferible que la venta se realice vía negociaciones bilaterales antes que vía subasta⁽²⁶⁾. O al menos esta sería la conducta racional de los administradores si fueran leales con sus representados. Como tendremos ocasión de comprobar, con frecuencia la preferencia por la subasta tiene que ver directamente con los intereses particulares de los administradores.

b) El juicio de eficiencia debe evaluar no sólo que el derecho vaya a parar a la parte que le concede más valor, sino además que se realice al menor coste posible. En este sentido, la primera observación que debemos hacer se refiere a los *costes privados*, es decir, los costes que supone realizar una oferta para los oferentes. No es casual que los juristas consideren que la subasta sea el

(25) V. K. R. FRENCH/R. E. McCORMICK, “Sealed bids, sunk costs and the process of competition”, 57 *J. Bus.* (1984), pp. 417-441.

(26) Para un apunte, v. R. J. GILSON/B. S. BLACK, *The law and finance of corporate acquisitions*, Westbury (Nueva York), 1995, pp. 1172-1173.

mecanismo que asigna la sociedad-*target* a su mejor uso, si para ello se fijan en el modelo de las subastas inglesas o ascendentes⁽²⁷⁾. Sin embargo, ambas situaciones no son comparables: las subastas tradicionales no comportan costes para los participantes (disponen de toda la información relevante —la valoración del bien, cuando, como y donde se va a llevar a cabo, etc.—, son instantáneas, y pueden pujar tantas veces como quieran), mientras que la subasta de opas es en sí costosa (basta reparar en la extensa regulación sobre la documentación que debe incluirse en la oferta)⁽²⁸⁾.

La segunda observación se dirige a los *costes sociales*, o lo que es lo mismo, los costes que implica conducir una subasta frente a otros mecanismos asignativos alternativos. La subasta es eficiente cuando se alcanza el equilibrio (la asignación eficiente de los recursos) que, de otra manera, no se alcanzaría⁽²⁹⁾. En cambio, sería una insensatez —y un dispendio— cuando el mercado cumple satisfactoriamente esa función, como sucede en nuestro caso. En efecto, la hipótesis de la eficiencia de los mercados bursátiles está afianzada en la literatura económica. Según establece, el precio de la acción refleja en cada momento su valor porque incorpora toda la información disponible sobre la sociedad⁽³⁰⁾. Precisamente, el atractivo de las opas para el primer oferente reside en que le permite sacar provecho de una información que no se ha hecho pública —la relativa a la mala gestión—, lo cual sería imposible negociando los valores en bolsa. Pues bien, desde la perspectiva de la eficiencia de los mercados bursátiles, dos agentes racionales maximizarían el valor conjunto del intercambio siempre que la oferta supere el precio de mercado. Si esto es así, y parece haber pocas dudas al respecto, ¿por qué gastar recursos en una subasta cuando la eficiencia de la transmisión está garantizada por el mercado? Pues porque —según arguyen los defensores de la subasta— los adquirentes potenciales valorarán la sociedad-*target* en función de criterios particulares y distin-

(27) El modelo de subasta inglesa es el más popular y se caracteriza porque las ofertas son ascendentes (frente a la subasta holandesa típica en la venta de flores que es descendente), de tal manera que el precio va aumentando hasta que sólo quede un oferente. Para un apunte sobre los modelos de subasta, v. McAFEE/McMILLAN, 25 *J. Econ. Lit.* (1987), p. 702.

(28) Sobre este particular, v. P. CRAMTON/A. SCHWARTZ, “Using auction theory to inform takeover regulation”, *J. L. Econ. & Org.* (1991), p. 28.

(29) La teoría de la subasta proporciona una aproximación a la cuestión de la formación del precio en sistemas con asimetrías informativas. La razón fundamental para elegir la subasta en lugar de pedir un precio es porque el vendedor, por lo general un monopolista, desconoce las valoraciones de los compradores. Para un apunte, v. McAFEE/McMILLAN, 25 *J. Econ. Lit.* (1987), pp. 701 y 704.

(30) Para ulteriores desarrollos sobre este particular remito a las provechosas páginas de GILSON/BLACK, *Corporate acquisitions*, pp. 136-184.

tos de los de sus competidores⁽³¹⁾. Se trata, en definitiva, del problema que la literatura económica conoce como subastas de valoración común y subastas de valoración privada⁽³²⁾.

La *subasta de valoración común* es aquella en la que cada participante valora el bien subastado de forma objetiva en función de la información que dispone y de las ofertas —es decir, las valoraciones— que hagan los demás. En cambio, la *subasta de valoración privada* se caracteriza porque cada postor valora el bien en función de sus preferencias particulares y con independencia de las valoraciones del resto de los participantes. Pues bien, cuando hay un mercado eficiente, las subastas de valoración común no optimizan la eficiencia asignativa de la transacción: la regla de la eficiencia es neutral respecto a quien se queda con el bien cuando todos los postores potenciales lo valoran de igual modo. En cambio, la subasta es eficiente cuando no existe certeza respecto a cuál es el concurrente que más valora el bien: el óptimo de Pareto asigna el bien a la parte que puje más alto. Con arreglo a este criterio, la regla de la subasta debería ser acogida por los ordenamientos cuando los competidores tengan por lo regular valoraciones privadas de las sociedades-*target* —postores estratégicos—. Y no, por el contrario, cuando lo habitual sea que los competidores compartan criterios de valoración —postores financieros—.

Justamente a este punto queríamos llegar. La evidencia sugiere que una sociedad mal gestionada será valorada objetivamente por cualquier adquirente que busque maximizar su rendimiento con una mejor dirección. Las mismas políticas de gestión de adquisiciones —despedir a los administradores o vender divisiones improductivas— deberán ser implementadas por cualquier comprador racional. De ahí que *la mayoría de las opas hostiles presentan situaciones de valor común para todos los competidores*⁽³³⁾. Y en esta situación, el análisis de los costes se inclina en favor de la vía del acuerdo bilateral, sin perjuicio de que la amenaza de la subasta actúe como elemento dinamizador de las negociaciones. Siguiendo la misma lógica, cuando excepcionalmente se presenten adquisiciones motivadas por valoraciones privadas —en particular las estrategias de crecimiento aprovechando las sinergias con la sociedad-*target*—, la opción más eficiente es la subasta. Aquí radica, en definitiva, el *quid* de la cuestión.

(31) V. GILSON, 33 *Stan. L. Rev.* (1981), pp. 872-874.

(32) V. PRESTON McAFEE/McMILLAN, 25 *J. Econ. Lit.* (1987), pp. 704-705; P. R. MILGRON/R.J. WEBER, "A theory of auctions and competitive bidding", 50 *Econometrica* (1982), pp. 1090-1095.

(33) Esta constatación la pusieron en evidencia CRAMTON/SCHWARTZ, *J. L. Econ. & Org.* (1991), pp. 47-48, basándose en estudios serios de economistas. Actualmente, está perfectamente admitido por la doctrina; como muestra, v. J. BULOW/M. HUANG/P. KLEMPERER, "Toeholds and takeovers", 107 *J. Pol. Econ.* (1999), pp. 427-430.

Es cierto que hemos marcado los trazos más gruesos del problema, con la clara intención de simplificarlo. Porque, evidentemente, toda subasta comparte valoraciones comunes y valoraciones privadas de sus postores⁽³⁴⁾. Tampoco pasamos por alto los matices, que en situaciones particulares pueden ser relevantes. Por ejemplo, el hecho de que una estrategia sea común no significa que cada postor la vaya a ejecutar con la misma eficacia —aunque tampoco la subasta selecciona al mejor gestor, es significativo a este respecto la gestión de los caballeros blancos [v. *infra* III.2.b)]—. O que, en ocasiones, los postores son asimétricos, unos financieros y otros estratégicos. Con todo, pensamos que el modelo expuesto no pierde vigencia y facilita la comprensión de la controversia aquí debatida.

Con arreglo a lo anterior, debemos afrontar sin mayor dilación la cuestión de la selección de la regla aplicable. No hay duda que lo ideal sería que los administradores discriminaran los contextos de cada adquisición, y aplicaran la regla de la subasta a los escenarios de adquisiciones estratégicas y no a los escenarios de adquisiciones financieras. Pero es una solución inviable en la práctica porque no se puede confiar en la lealtad de los administradores: forzarían la subasta en todo caso⁽³⁵⁾. Y los administradores tienen incentivos para ser malos subastadores porque entonces la operación de venta estaría bajo su control y dispondrían de gran margen de maniobra para encontrar al comprador que mejor se ajuste a sus intereses privados. Más apropiado parece seleccionar la regla aplicable conforme al principio del *id quod plerumque accidit*. La interdicción de la subasta se ajustaría a la generalidad de los casos —que sabemos son de valoración común—, y en aquellos otros de valoración privada, las limitaciones de la regla, de haberlas, se suplirían con la reventa⁽³⁶⁾. Es importante señalar que esta regla garantizaría la eficacia asignativa de la transacción,

(34) Esto no es dudoso, v., por todos, GILSON/BLACK, *Corporate acquisitions*, p. 1171.

(35) El desencuentro de los intereses se acrecienta: el primer oferente estará interesado en calificar la adquisición de valoración común, mientras que los competidores potenciales y los administradores se inclinarían por la subasta.

(36) Los defensores de la subasta ponen dos inconvenientes a la reventa [v. BEBCHUCK, 95 *Harv. L. Rev.* (1982), p. 1048, y en 35 *Stan. L. Rev.* (1982), pp. 41-42; GILSON, 35 *Stan. L. Rev.* (1982), p. 63]. El primero, los incentivos para no vender, que se darían cuando el opante está más interesado en maximizar el tamaño que el beneficio. Esta alegación es muy débil, pues no explica cómo influye la preferencia por el tamaño en el comportamiento de los oferentes, cuando la evidencia viene demostrando lo contrario [v. EASTERBROOK/FISCHEL, 35 *Stan. L. Rev.* (1982), p. 15, nota 31; SCHWARTZ, “Search theory and the tender offer auction”, *J. Law. Econ. & Org.*, II-2 (1986), p. 243;]. El segundo inconveniente aduce que los costes de la reventa son superiores a los de la subasta, lo que reducirá el número de transmisiones eficientes. En realidad, las sociedades que más valoren la adquisición la tendrán, sea por la vía que sea. Es más, lo habitual será que el primer oferente sea el que más lo valora, porque si quiere maximizar la búsqueda tratará de encontrar el mejor “match” [v. SCHWARTZ, “The fairness of tender offer prices in utilitarian theory”, 17 *J. L. Stud.* (1988), p. 193]. Pero aunque no lo fuera, tampoco es un problema desde la óptica asignativa. Lo lógico es que la sociedad recién adquirida se revenda a su uso más óptimo, porque así el pionero maximizaría su recompensa. Es previsible que la

o mejor, nos atestigua que la asignación óptima de los recursos no es, como algunos parecen pensar, monopolio de la subasta.

4. El riesgo de extorsión y la protección del accionista

Los defensores de la subasta arguyen que la competencia es necesaria porque relaja la presión para vender a la que se ven sometidos los accionistas minoritarios. El argumento es como sigue. Si los accionistas pudieran actuar de forma concertada frente a una oferta, estarían presumiblemente de acuerdo en retener las acciones y esperar a que otra oferta mejore el precio. Pero como los costes de transacción hacen imposible el acuerdo, la intervención del legislador es el modo de garantizar el derecho de los accionistas a maximizar el valor de venta de la sociedad⁽³⁷⁾. Bajo esta lógica, la regla de la subasta cumpliría una función socialmente ventajosa porque evita cambios abusivos. Es más, estirando el argumento llegamos a la conclusión de que la regulación ha de garantizar lo que se conoce por el *criterio del único dueño*: el precio eficiente —es decir, justo— de una opa es el que se alcanzaría si comprador y vendedor lo ajustaran libremente⁽³⁸⁾.

reventa privada tenga mayores costes de transacción que la subasta, pero es un coste menor, en relación con el precio social tan alto que pagamos por la eficiencia asignativa de la subasta [v. EASTERBROOK/FISCHEL, 35 *Stan. L. Rev.* (1982), p. 14; SCHWARTZ, *J. Law. Econ. & Org.*, II-2 (1986), p. 244]. La evidencia empírica demuestra que las reventas son comunes y beneficiosas, v. J.C. COFFEE, “Shareholders versus managers: the strain in the corporate web”, 85 *Mit. L. Rev.* (1986), pp. 1 y ss., especialmente pp. 54-55.

(37) La idea básica es que los accionistas se sienten presionados para vender porque, aunque no estén conformes con el precio, no están dispuestos a permanecer en la sociedad como socios minoritarios, v. L. BEBCHUCK, “The sole owner standard for takeover policy”, 17, *J. L. Stud.* (1988), p. 218. En contra, los elocuentes argumentos de SCHWARTZ, 17, *J. L. Stud.* (1988), pp. 172-184. La regulación más elemental busca facilitar la subasta —por ejemplo, facilitando largos plazos de aceptación—, pero hay otras medidas más comprometidas, como es hacer depender la venta de la decisión de los accionistas de la sociedad opada, que se sujeta a las reglas del voto y de la mayoría, v. L. BEBCHUCK, “Towards undistorted choice and equal treatment in corporate takeover”, 98 *Harv. L. Rev.* (1985), pp. 1774-1775; y 17 *J. L. Stud.* (1988), pp. 198, 215, 222-223.

(38) BEBCHUCK, 35 *Stan. L. Rev.* (1982), pp. 23 y 48, y, sobre todo, en 98 *Harv. L. Rev.* (1985), pp. 1693 y ss. A nuestro juicio, la regla del único dueño resulta forzada en un contexto en el que no hay un problema de explotación conjunta. En efecto, cuando los dueños tienen intereses contrapuestos es fácil que una actuación descoordinada lleve a una solución ineficiente en la que todos pierdan (es el caso de los comunes). Entonces, no es dudoso que la eficiencia —es decir, la maximización del valor del bien— se alcanzaría si actuaran como un único dueño. Lo que sucede es que esta situación no se corresponde con la que se plantea en el caso de las ofertas públicas de acciones, porque siempre que el precio ofertado sea superior al del mercado, la transacción será eficiente. Por suerte, la valoración de las acciones se confía a la decisión de externos a las partes según preferencias reveladas. Por eso, el valor de la acción es puramente económico, el precio del mercado refleja su valor en condiciones actuales, en particular, de gestión, y el precio de la opa compensa a los accionistas el coste asociado a la venta, es decir, el coste de mantener la cartera de valores con el mismo nivel de riesgo [v. SCHWARTZ, 17, *J. L. Stud.* (1988), pp. 186-188].

Este planteamiento se enfrenta, no obstante, a una objeción evidente. Y es que sólo en el caso de que existiera una necesidad aguda de tutela de los accionistas, la regla de la subasta sería forzosa. En efecto, la subasta sería bienvenida si fuera presumible que las acciones retenidas por el accionista experimenten un descenso de valor tras la opa respecto de la prima ofertada por el *raider*, como sucede en el caso de las opas parciales⁽³⁹⁾. Entonces sí que es exigible que el ordenamiento elimine el riesgo de cambios de control abusivos. Pero esta situación no es predicable respecto de la posibilidad de que se produzcan futuras ofertas más generosas: en rigor, el accionista no está en una posición de *hold-up* porque deba decidir si acepta o rechaza la oferta sin conocer qué va a hacer el resto⁽⁴⁰⁾. Con todo, el ordenamiento puede velar por los intereses de los accionistas a través de una regla más elemental que la regla de la subasta: la regla de la revocabilidad de la aceptación si se realiza una oferta superior antes de que concluya el plazo de aceptación de la primera. Por lo tanto, el riesgo de extorsión, de haberlo, está a buen recaudo sin necesidad de acudir a la regla de la subasta.

La objeción de fondo es, sin embargo, otra. Se quiere llevar la discusión a un terreno más abstracto dando a entender que el accionista tiene el derecho a maximizar el valor de venta de sus acciones, y tal derecho debe ser tutelado por el ordenamiento para evitar que sea expropiado por la sociedad oferente⁽⁴¹⁾.

(39) El problema de las opas parciales es que son expropiatorias, debido al prorrateo al que se ven sometidas. Y esto es así porque los valores que se conservan se ven expuestos a la caída de la cotización, ocasionándose pérdidas que superan las ganancias obtenidas en la opa, a su vez menores que en supuestos de opas totales; v. BEBCHUCK, 98 *Harv. L. Rev.* (1985), pp. 1708-1717; GARCÍA DE ENTERRÍA, *La opa obligatoria*, pp. 270-275; y particularmente interesante, por su información empírica, FERNÁNDEZ ARMESTO, *RDM* (1998), pp. 46-50. Por eso, los ordenamientos de nuestro entorno han evolucionado hacia sistemas de opa por el cien por cien. Entre nosotros, no obstante, subsiste un sistema de opas parciales —que se mantiene tras la reforma— porque se piensa que, de otra manera, el mercado de adquisiciones quedaría constreñido a un puñado de grandes sociedades [GARCÍA DE ENTERRÍA, *La opa obligatoria*, pp. 276-279] o a expensas de los rivales extranjeros [ARRUÑADA, *RDM* (1992), p. 46, nota 39], o simplemente porque se cree que es un sistema más justo [SÁNCHEZ ANDRÉS, en *La lucha por el control*, p. 13].

(40) Esta tesis está muy discutida en el análisis económico —no está claro que los accionistas se vean forzados a vender si efectivamente existe expectativa de futuras ofertas más competitivas, ni que tal coste de oportunidad sea relevante para establecer un juicio de eficiencia—, pero lo que está fuera de toda duda es que por este camino se resiente la eficiencia del sistema de opas: los precios suben, la frecuencia de las ofertas baja, y todos pierden.

(41) El discurso del único dueño se trae impropiaamente al terreno de las opas para apoyar el argumento distributivo. El objetivo es concienciarnos de que los accionistas están desprotegidos: el ordenamiento protege los derechos de propiedad y el cumplimiento de los contratos, sin embargo, no hace nada por garantizar el derecho de los accionistas a la parte de la riqueza que se crea a través de operaciones societarias como ésta. Esta idea está en el *hintergrund* del trabajo de

Ciertamente, no hay fundamento moral o distributivo que privilegie el bien de los accionistas como colectivo frente al bien social. Pero si no queremos perderlos en valoraciones vagas, es aconsejable someter nuestro juicio a la evidencia. La cuestión que nos corresponde dilucidar es cuál es la maximización óptima del valor de la prima. En este sentido, es conveniente hacer un par de reflexiones. Por un lado, hay un dato objetivo, y es que el precio de la oferta ha de ser inferior al valor de la empresa cuando quede bajo la gestión del *raider*, porque, de otro modo, la opa no sería rentable. Lo cual nos previene de que el riesgo de extorsión que se quiere conjurar —que los accionistas vendan por debajo del precio justo, entendido éste como el que alcanzaría un único dueño— puede volverse en su contra si con ello se impide que se produzcan cambios eficientes⁽⁴²⁾. Por otro lado, debemos tener presente que en esta materia nos enfrentamos al espejismo del sobreprecio, lo que nos lleva a pensar que la subasta crea valor para el accionista. Esto es falso. Las ganancias que experimentan los accionistas de la sociedad-*target* salen de los bolsillos de los accionistas de la sociedad opante. Por eso, *lo que ex post es crear valor, ex ante es repartir ganancias*⁽⁴³⁾. Visto esto en perspectiva, viene a demostrar que a largo plazo las ganancias *ex post* son contraproducentes para el interés *ex ante* de los accionistas. Por lo tanto, es un error hablar de maximizar el valor únicamente en términos del importe de la prima, porque también depende de la probabilidad de que la opa se lleve a cabo.

BEBCHUCK, 17, *J. L. Stud.* (1988), pp. 197 y ss., aunque se esfuerce por convencer con argumentos económicos. En estos términos se expresan L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA/M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Limitación de la actuación del órgano de administración de sociedad afectada por el lanzamiento de una oferta pública de adquisición”, 18 *RdS* (2002), p. 236 cuando hablan del “derecho de los accionistas a maximizar su riqueza”. Sin embargo, ya nos advierte ARRUÑADA [*RDM*, 1992, p. 54] que la búsqueda voluntarista de la justicia puede tener resultados indeseables, como es privar de incentivos a la labor supervisora del mercado de control, dificultando la especialización,

(42) Este riesgo ya lo pusieron en evidencia S. J. GROSSMAN/O. D. HART, “Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation”, 11 *Bell. J. Econ.* (1980), pp. 42 y ss. En efecto, hemos de admitir que los *raiders* cumplen una función social porque son el motor del mecanismo de las opas. El *raider* calcula la rentabilidad de una oferta en función de la eficiencia que pueda alcanzar la sociedad-*target* a través de una reorganización. No obstante, si los accionistas anticipan el beneficio en juego, pueden negarse a vender sus acciones al precio ofertado con el fin de capturar las plusvalías de la operación. Nótese que cuando se habla de precio auténtico o justo de las acciones generalmente nos referimos al valor de la sociedad si estuviera bien gestionada. Como resultado, habrá opas socialmente valiosas que no se lleven a cabo porque no resultan rentables para el *raider*, que pecha con todos los costes.

(43) V. EASTERBROOK/FISCHEL, 35 *Stan. L. Rev.* (1982), pp. 7-9.

III. EL PAPEL DE LOS ADMINISTRADORES COMO SUBASTADORES A EXAMEN

En el apartado anterior hemos esgrimido las razones por las que es preferible el sistema de opas súbitas al sistema de opas competidoras. Sin embargo, este análisis no puede darse por concluido sin explorar un vértice del problema que suele pasar desapercibido: el marco de actuación de los administradores de la sociedad-*target* en la venta de la sociedad⁽⁴⁴⁾. La cuestión es muy simple. En nuestro entorno jurídico está muy difundida la idea de que la regla de la pasividad de los administradores no está reñida con la regla de las opas competidoras. Tan es así que los ordenamientos más modernos han sancionado la compatibilidad de ambas reglas, obviando el hecho de que los administradores injieren en la venta cuando se convierten en subastadores. La explicación que se da es que es provechoso que los administradores busquen un caballero blanco que pujan por la sociedad⁽⁴⁵⁾. Por un lado, beneficia a sus accionistas porque presumible-

(44) Bajo este aspecto, la disyuntiva está entre la regla de la pasividad o la regla de la actividad de los administradores. La regla de la pasividad establece que los administradores no deben interferir en el curso de una opa, mientras que la regla de la actividad sostiene que los administradores, en su calidad de agentes de los accionistas, son los encargados de dirigir el negocio, también en lo referente a una opa. La regla de la pasividad impera en Europa, y la regla de la actividad en Estados Unidos. Si lo pensamos con detenimiento es fácil observar que ambas reglas representan el anverso y el reverso de una misma regla. En efecto, la regla de la pasividad pone el acento en la no intromisión de los administradores por ser parte interesada. En cambio, la regla de la actividad conmina a los administradores a hacer su trabajo, eso sí, siempre sometidos a la *business judgement rule*. La *ratio* de ambas reglas es, desde esta óptica, muy similar, como lo prueba la evolución jurisprudencial del *Court of Chancery* de Delaware, que cada vez va hilando más fino, v. GILSON/BLACK, *Corporate acquisitions*, pp. 801-895. No en vano son los autores americanos quienes mejor han analizado los perfiles del problema [lo estudian desde distintos ángulos EASTERBROOK/FISCHEL, 94 *Harv. L. Rev.* (1981), pp. 1199-1204 y GILSON, 33 *Stan. L. Rev.* (1981), pp. 819 y ss.]. Entre nosotros no se ha prestado suficiente atención al fondo de la cuestión, el fundamento y los límites de la regla de la pasividad —que tiene mucho que ver con el tema de los deberes de lealtad de los administradores—, y, sí, en cambio, a la superficie, como la exposición lineal del arsenal de tácticas defensivas que están prohibidas v. por todos J. M. GARRIDO, “La actuación de los administradores de una sociedad frente a una opa hostil”, *Homenaje a Fernando Sánchez Calero*. III. *Derecho de Sociedades*, Madrid, 2002, pp. 2719 y ss.

(45) V. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Estudios sobre opas*, I, pp. 170 y ss.; opinión que ratifica en *Estudios sobre opas*, II, p. 169; GARRIDO GARCÍA, *Homenaje a F. Sánchez Calero*, III, p. 2724 y 2742; en cambio, intuyen la contradicción, y lo utilizan para relajar el deber de pasividad en nuestro ordenamiento, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA/SÁNCHEZ ÁLVAREZ, 18 *RdS*, 2002, p. 237, nota 26. Esta opinión esta muy asentada en la doctrina alemana, v. K. J. HOPT, “Grundsatz— und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs— und Übernahmegesetz”, 166 *ZHR* (2002), p. 426; D. BECKER, “Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen”, 165, *ZHR* (2001), p. 285; M. WINTER/S. HARBARTH, “Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten nach dem WpÜG”, 1 *ZIP* (2002), p. 4.

mente obtendrán mayor rentabilidad por la venta de sus acciones —se llega incluso a sugerir que se trata de un deber fiduciario de los administradores—. Por otro lado, beneficia al mercado de control porque se consigue que sea más competitivo. A nuestro juicio, esta visión de las cosas no se ajusta a la realidad. Se trata de un error de perspectiva: la subasta ha de ser vista como una estrategia defensiva de los administradores en interés propio, no como una maniobra altruista en interés de los socios. Para persuadirnos de ello, conviene detener nuestra atención en dos aspectos. El primero nos lleva a reflexionar sobre el fundamento de la regla de la pasividad, que hemos de buscarlo en una cuestión nuclear del derecho de opas; a saber, si son los administradores o, en su caso, los accionistas quienes están en mejor posición para tomar la decisión de vender [v. *infra* 1]. El segundo nos enfrenta a la cuestión de si la subasta es una estrategia defensiva de los administradores [v. *infra* 2].

1. ¿Quiénes son mejores “decisionmakers”, los administradores o los accionistas?

Cuando una sociedad se enfrenta a una oferta, no es fácil discernir qué resulta más conveniente para sus intereses, vender al precio ofertado o resistir. Por eso cuando se trata de asignar en estos casos el poder de decisión a los accionistas o a los administradores, debemos saber previamente quien está en posición de tomar las decisiones más adecuadas al respecto. Teóricamente, los mejor cualificados son los administradores. El trabajo de los administradores consiste justamente en maximizar el valor de la sociedad —y por ende, de las acciones— en la toma de las decisiones empresariales. Para ello cuentan con la información más veraz sobre el auténtico valor de la sociedad —conocen mejor que nadie sus entresijos—, y con la experiencia negociadora. Pero también cuentan con la objeción ineludible de los costes de agencia. En efecto, los intereses particulares de los administradores para no actuar lealmente conforme al interés de los accionistas, sino en provecho propio, se multiplican exponencialmente en materia de opas. La razón ya la conocemos: el derecho de opas es un sistema de control de la gestión, cuyo propósito es separar a los administradores ineficientes del cargo que ocupan. Con todo, esta objeción sería menor si contáramos con un sistema judicial especializado en cuestiones financieras que fiscalizara si la actuación defensiva de los administradores se ajusta al interés social, como ocurre en los Estados Unidos. O al menos, si el derecho de sociedades adaptara en su articulado la doctrina de los deberes fiduciarios de los administradores y accionistas significativos. Al no ser así, estamos obligados a examinar con mayor prudencia la oportunidad de que sean los administradores quienes tomen la decisión de vender o de resistir frente a una opa.

Hay básicamente dos reparos a su condición de agentes de los socios en esta materia. El primero pone de manifiesto que *las acciones defensivas de los*

administradores están estrechamente relacionadas con su nivel de riqueza. Dicho de otro modo, la clave para predecir las pautas de comportamiento de los administradores de la sociedad-*target* respecto a una opa hostil reside en cómo afecte a su curva de utilidad⁽⁴⁶⁾. Los administradores pueden considerar que la opa es de interés para los accionistas, pero no a costa de su empleo y de su reputación. Por eso, cuando prevén alteraciones significativas en su nivel de riqueza, su mejor opción es combatir la oferta: tienen más posibilidades de conservar su puesto si la oferta es derrotada, aun cuando su sueldo pueda reajustarse. En este contexto no debe extrañarnos, por lo tanto, que con frecuencia las opas hostiles tengan como objetivo sociedades con administradores sobrepagados⁽⁴⁷⁾. Ni tampoco que el comportamiento defensivo de los administradores guarde escasa relación con que el precio ofertado por la sociedad opante sea o no adecuado⁽⁴⁸⁾. El problema al que se enfrentan es más personal e inmediato, pues si la opa tiene éxito serán reemplazados y sancionados duramente por el mercado de *managers*⁽⁴⁹⁾. Este es el argumento más importante para seleccionar la regla de la pasividad frente a la regla de la actividad. Pero hay más.

El otro reparo que anunciábamos nos pone en guardia frente a los efectos adversos que la actividad defensiva de los administradores tiene sobre la riqueza de los accionistas. Lo primero que hacen los administradores frente a una opa hostil es declarar que el precio ofertado no refleja el valor real de la compañía. Se busca convencer de que la resistencia es provechosa para animar la cotización de los valores infravalorados por los mercados o para atraer ofertas mejores⁽⁵⁰⁾. Y, sin embargo, la experiencia muestra que cuando las estrategias defensivas logran hacer fracasar una oferta, los accionistas salen perjudicados. Las prácticas defensivas, obviamente, no aportan valor a la sociedad. Está com-

(46) Sobre esta cuestión, v. R.A. WALKLING/M.S. LONG, "Agency theory, managerial welfare, and takeover bid resistance", 54 *Rand. J. Econ.* (1984), p. 55.

(47) Según A. AGRAWAL/R.A. WALKLING, "Executive careers and compensation surrounding takeover bids", *J. Fin.* (1994), pp. 987-995, las sociedades-*target* suelen compartir una característica: sus administradores reciben ingresos superiores al promedio en su sector.

(48) V., por todos, JENSEN/RUBACK, 11 *J. Fin. Econ.* (1983), p. 36.

(49) Estas conclusiones están bien documentadas en el trabajo de AGRAWAL/WALKLING, *J. Fin.* (1994), pp. 958 y ss. En particular, indican que se estima que los ejecutivos que han perdido su trabajo tras una opa no conseguirán un puesto similar en los tres años siguientes.

(50) En un trabajo muy reconocido por los economistas, se estudia qué circunstancias motivan la resistencia a una opa. Sorprendentemente, la evidencia empírica revela que es irrelevante el premio ofrecido por el opante, o que se trate de una sociedad extranjera —argumentos recurrentes de los administradores de las sociedades-*target*, en el segundo caso, con exaltación del sentimiento nacionalista—. Lo que verdaderamente importa es la participación del opante en la sociedad-*target* y el cambio potencial de la riqueza de los administradores, v. WALKLING/LONG, 54 *Rand. J. Econ.* (1984), pp. 56 y 67.

probado que el anuncio de una oferta produce una subida significativa del precio de las acciones; ahora bien, si no se consuma la venta, se pierde la ganancia acumulada⁽⁵¹⁾. En cambio, las prácticas defensivas sí restan valor a la sociedad porque consumen recursos sociales⁽⁵²⁾. De hecho, el coste total es mayor porque al gasto que la resistencia de los administradores inflige a la sociedad-*target* hay que sumarle el desembolso que supone para los oferentes vencerla. Tan es así, que es común que los adquirentes se encuentren tras la operación con que deben hacer frente a las deudas contraídas por los antiguos administradores para defenderse de la opa. Esta circunstancia presenta además un efecto colateral que conviene subrayar. Y es que los costes del fracaso de la oferta —debidos, no lo olvidemos, a la oposición de los administradores— pueden hacer reducir la frecuencia de las opas en el mercado⁽⁵³⁾. La consecuencia de todas estas consideraciones no se deja esperar: cuando una sociedad presenta batalla y vence en repetidas ocasiones a las opas que se le van planteando, el mercado acaba reconociendo su deseo de mantener el control descontándosele de su valor; *ergo* el mercado valora positivamente la regla de la pasividad⁽⁵⁴⁾.

Las reflexiones anteriores nos llevan a la conclusión de que los administradores no están en condiciones de representar los intereses de los accionistas por encima de los suyos propios en materia de opas. Paralelamente, hay razones que nos animan a pensar que la defensa más certera de los intereses del accionariado la realizan los propios accionistas. Desde esta perspectiva, la consecuencia más importante que debemos extraer de la regla de la pasividad es *el reconocimiento*

(51) Tres estudios empíricos alcanzan esta conclusión: P. ASQUITH, “Merger bids, uncertainty, and stockholders returns”, 11 *J. Fin Econ.* (1983), pp. 51 y ss.; M. BRADLEY/A. DESAI/E. H. KIM, “The rationale behind interfirm tender offers: information or synergy?”, 11 *J. Fin Econ.* (1983), pp. 183 y ss.; JARRELL, 28 *J. L. & Econ.* (1985), pp. 151 y ss. Un comentario conjunto de los tres trabajos, con una orientación más jurídica, lo encontramos en F. H. EASTERBROOK/G. A. JARRELL, “Do targets gain from defeating tender offers?”, 59 *N. Y. U. L. Rev.* (1984), pp. 277 y ss.

(52) EASTERBROOK/FISCHEL, 94 *Harv. L. Rev.* p. 1175.

(53) V. JENSEN/RUBACK, 11 *J. Fin. Econ.* (1983), p. 37.

(54) La regla de la pasividad conduce a la más alta valoración del mercado, es decir, es equivalente al valor del mercado que resultaría si los inversores tuvieran información perfecta sobre el auténtico valor de la sociedad y no existieran intereses de control de los administradores. Sobre este aspecto, bien avalado por comprobaciones numéricas, v. D. P. BARON, “Tender offers and management resistance”, 38 *J. Fin.* (1983), pp. 331 y ss., especialmente pp. 335 y 341.

de la aptitud de los accionistas para valorar cualquier oferta⁽⁵⁵⁾. Esto implica dos cosas. Primero, que la información pública sobre el valor de la empresa que proporciona el mercado es idónea para resolver si les conviene o no vender. Esto importa señalarlo porque la regla de la actividad —aquella que sustenta el poder de decisión de los administradores— se apoya en la calidad superior de la información privada —el valor oculto— frente a la información pública —el valor visible—. Segundo, que la toma de decisiones en esta materia no se enfrenta a un problema de juicio o de criterio, sino a un problema de agencia: el riesgo de deslealtad de los administradores excede el riesgo de error de los accionistas. La idiosincrasia de la opa, no conviene olvidarlo, reside en que permite trasladar una oferta directamente a los accionistas sin pasar por el consejo.

2. La subasta como estrategia defensiva

En el apartado anterior hemos constatado cómo nuestro ordenamiento se alinea firmemente con la regla de la pasividad. Paradójicamente, también impulsa la competencia entre ofertas. *La hipótesis que trataremos de defender a continuación es que una de las estrategias defensivas típicas de los administradores consiste en hacer de subastadores*. El problema lo podemos plantear en los siguientes términos. Por lo general, no se suele considerar la subasta como una estrategia defensiva porque el resultado al que conduce es siempre la pérdida de control. Es decir, hay consenso en que toda defensa para mantener el control es perjudicial para la sociedad-*target*; entonces ¿cómo puede la subasta

(55) Las razones que avalan a los accionistas como mejores *decisionmakers* está bien esquematizada en B. BLACK/R. KRAAKMAN, “Delaware’s takeover law: the uncertain search for hidden value”, 96 *Nw. U. L. Rev.* (2002), pp. 528-534. Esta línea de pensamiento ha triunfado en las legislaciones europeas (v. *Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids*, pp. 20-21), y en particular, en la nuestra [v. GARRIDO, *Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, III, p. 2722; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA/SÁNCHEZ ÁLVAREZ, 18 *RdS*, 2002, p. 232]. Hay, no obstante, autores que manifiestan sus dudas respecto a la capacidad de los accionistas para tomar decisiones en este campo. Esto se aprecia bien en la discusión que ha generado en Alemania la nueva normativa sobre opas. Los escépticos pecan de paternalistas. Sugieren, por ejemplo, que los accionistas se protejan contra ellos mismos tomando la decisión de forma colectiva en junta [v. KALLMEYER, AG 2000, p. 553; y la réplica de M. BAUDISCH/A. GÖTZ, “Nochmals: Neutralitätspflicht des Vorstands und Entscheidungsbefugnis der Hauptversammlung im Übernahmerecht”, 5 AG 2001, pp. 251-256]; o proclaman la necesidad de obligar normativamente al opante a ofrecer el “precio justo” por las acciones de la sociedad-*target* —con la desconfianza implícita sobre el funcionamiento de los mercados de capital— [v. J. RODEWALD/M. M. SIEMS, “Der Preis ist heiss —Zur Angemessenheit der Gegenleistung bei Übernahmeangeboten”, 21 ZIP 2002, pp. 926-929, quienes defienden un sistema proteccionista frente a las críticas de MÜLBERT, ZIP 2001, pp. 1221-1223].

ser lesiva si su objetivo es vender al mejor postor? ⁽⁵⁶⁾. Estamos, de nuevo, ante un juicio apresurado. La lucha no es tanto por no ceder el control, que lo harán, sino por no cederlo a cualquiera: se trata de deshacerse de aquellas ofertas que comportan mayor riesgo para los intereses de los *managers*. En efecto, la base empírica disponible sugiere la existencia de *una estrecha relación entre resistencia de los administradores y competición entre ofertas* ⁽⁵⁷⁾. Lo que sugiere que cuando la prohibición de tácticas defensivas hace imposible permanecer independiente, el *second best* de los administradores será promover activamente la venta de la sociedad. Bajo este aspecto, podemos distinguir las estrategias defensivas de los administradores entre acciones encaminadas a aumentar los costes de adquisición del opante —que son las estudiadas comúnmente— y las acciones dirigidas a reducir los costes de adquisición de los competidores —que son las que generan la subasta— ⁽⁵⁸⁾.

La cuestión ahora es discernir qué elementos comunes confluyen en la decisión del *management* de resistir y en la decisión de los otros oferentes de competir frente a una oferta dada ⁽⁵⁹⁾. Es preciso, no obstante, señalar que estos elementos son relevantes sólo para el caso de la primera oferta; en caso de competición ninguno de estos parámetros valen para predecir qué oferente ganará eventualmente la subasta. Son tres. Primero, la estructura de la primera oferta en relación con el precio ofertado. Está contrastado empíricamente que

(56) J. M. GARRIDO, “Tácticas defensivas frente a ofertas de adquisición hostiles: la experiencia anglosajona”, 42 *RDBB* (1991), p. 380; J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS)*, II, Madrid, 1991, p. 596. En contra, y por todos, H. FLEISCHER, “Konkurrenz und Due Dilegence”, 15 *ZIP* (2002), p. 654: “Behinderungs- und Diskriminierungsverbot sind... *variae figurae causarum*”.

(57) Numerosos estudios sustentan la idea de que la resistencia frente a una oferta inicial provoca la aparición de ofertas competidoras; entre otros, de BARON, 38 *J. Fin.* (1983), pp. 331-342; D. HIRSHLEIFER/I. PNG, “Facilitation of competing bids and the price of takeover target”, 2 *R. Fin. Stud.* (1989), pp. 587-606; R. H. JENNINGS/M. A. MAZZEO, “Competing bids, target management resistance and the structure of takeover bids”, 6 *Rev. Fin. Stud.* (1993), p. 903-906. Como ejemplo, tomemos este último trabajo. Los autores demuestran que la probabilidad de que surja una oferta competidora crece significativamente cuando hay resistencia por parte de los administradores. Así, de una muestra de 436 ofertas sin resistencia, sólo en un 6% surgió una oferta competidora. Si hay resistencia, el porcentaje de competidoras se eleva al 30.

(58) En un estudio reciente, con una muestra muy amplia, se llega a la conclusión de que el porcentaje de éxito del primer oferente es de 78%, pero sólo de 41% si se entabla una subasta, v. S. BETTON/B. E. ECKBO, “Toeholds, bid jumps, and expected payoffs in takeovers”, 13-4 *Rev. Fin. Stud.* (2000), p. 879.

(59) Nos basamos en las conclusiones del estudio sobre la materia de JENNINGS/ MAZZEO, 6 *Rev. Fin. Stud.* (1993), pp. 883-909. Estas conclusiones coinciden significativamente con otros estudios referentes a los elementos que deben estructurar la primera oferta para asegurar su éxito, v. por todos BETTON/ECKBO, 13-4 *Rev. Fin. Stud.* (2000), pp. 879-880.

los precios altos reducen la probabilidad de resistencia y de competencia. Segundo, la estructura de la primera oferta en relación con los costes de información. Los estudios revelan que los costes de indagación altos en torno a la sociedad-*target* dificultan la competencia. Tercero, la estructura de la primera oferta en relación con su participación en la sociedad *target*. Una posición accionarial débil del opante en la sociedad-*target* favorece la resistencia del management, pero cuando ésta aumenta, la resistencia se reduce. Por lo tanto, las ofertas que previsiblemente encontrarán más resistencia y más competencia son aquellas que ofrecen premios bajos, cuyo objetivo son sociedades fácilmente rastreables y con baja participación accionarial del opante. Pero si las circunstancias anteriores no son las idóneas, facilitar una subasta es una buena táctica para resistir una oferta hostil, sea rebajando los costes de entrada de la subasta a los competidores [v. *infra* a)], abaratando los costes de indagación a eventuales oferentes menos informados [v. *infra* b)], o permitiéndoles la entrada en el accionariado a buen precio [v. *infra* c)]⁽⁶⁰⁾.

a) La estrategia defensiva más elemental para propiciar la subasta consiste en neutralizar el efecto paralizante que los precios altos tienen sobre la competencia. En efecto, el primer oferente tiene menos probabilidades de ganar —ponga el precio que ponga— cuando se facilita la entrada de opas competidoras⁽⁶¹⁾. Esto es fácil de entender. En un modelo de equilibrio, el primer oferente tiene la ocasión de detener a la competencia haciendo una oferta elevada⁽⁶²⁾. Nótese que no es la oferta en sí lo que detiene a futuros competidores —a pesar de que cuanto mayor sea la valoración del primer oferente, menor será el beneficio que obtenga el segundo oferente entrando en la competición—. Lo que les detiene es que la valoración de la sociedad-*target* les resulte alta para su nivel de información. Ahora bien, en un modelo de subasta en el que un postor puede adquirir información costosa una vez iniciada la puja, han de valorarse adicionalmente los costes que representen para futuros oferentes entrar en la competi-

(60) Es muy acertada la matización que hacen algunos autores en el sentido de que, en rigor, no podemos hablar de subasta en la situación de concurso de oferentes que se genera en materia de opas, porque generalmente tienen su razón de ser en la resistencia del *management* al primer oferente, v. R. M. STULZ/R. A. WALKLING/M. H. SONG, “The distribution of target ownership and the division of gains in successful takeovers”, 45 *J. Fin.* (1990), p. 830.

(61) Sobre este particular es aconsejable el trabajo de referencia de M. J. FISHMAN, “A theory of preemptive takeover bidding”, 19 *Rand. J. Econ.* (1988), pp. 88-101. No obstante, los juristas, a falta de información empírica, y guiados por la intuición, solemos defender lo contrario, esto es, que una de las ventajas que presenta la subasta es que incentiva al primer oferente a alzar el precio, v. FLEISCHER, *ZIP*, 15, 2002, p. 653.

(62) Esta es la premisa de lo que se ha llamado *preemptive bidding*, y cuyos máximos exponentes son los modelos desarrollados por FISHMAN, 19 *Rand. J. Econ.* (1988), pp. 88-101 y por HIRSLEIFER/PNG, 2 *R. Fin. Stud.* (1989), pp. 587-606.

ción: si éstos disminuyen, aumenta la probabilidad de que compitan, por muy alto que hubiera puesto el listón el primer oferente⁽⁶³⁾. Vistas así las cosas, no es dudoso que una regulación favorable a la subasta reduce los costes de entrada de los siguientes oferentes. Señaladamente, las leyes dan tiempo —se alargan los plazos de aceptación de las ofertas— e información —se obliga a hacer pública parte de la indagación que sustenta la oferta—⁽⁶⁴⁾. Pero también los administradores de la sociedad-*target* pueden utilizar la subasta como estrategia defensiva frente a un oferente hostil, simplemente facilitando la entrada de nuevos competidores. Las fórmula defensiva más recurrente en este sentido es la litigiosidad con el opante para ganar tiempo⁽⁶⁵⁾. El riesgo es evidente: *si la sociedad-target puede reducir los costes de entrada del segundo oferente hasta el punto en el que la adquisición ya no resulte rentable para el primer oferente, no habrá opa*.

b) En segundo término, una de las fórmulas más eficaces para defenderse de una oferta hostil a través de una subasta es facilitando información interna

(63) Los estudios citados son consistentes con esta conclusión —sean costes de entrada, de investigación, o de subasta—, y en los mismos se encontrarán posteriores referencias sobre otros modelos similares. Por eso sorprenden las reflexiones que hacemos los juristas al enjuiciar estas cuestiones sin apoyo empírico. Como es sabido, hasta ahora el decreto de opas privilegia al primer oferente frente al resto de los concursantes al permitirle mejorar su oferta. Pues bien, una de las cuestiones que se plantea la doctrina es si tal facultad consiste en cerrar el proceso con una oferta final o, por el contrario, puede ir mejorando sucesivamente las ofertas competidoras según se vayan formulando. La primera opción es la solución más atendible según la racionalidad de la norma. Pero también la que más perjudica a los otros competidores, que se verán obligados a hacer sus apuestas a ciegas, sin disponer de las pistas que vaya dejando su rival más directo y, por lo general, mejor informado sobre la valoración del bien. Sin embargo, la lógica jurídica puede llevarnos erróneamente a entender lo contrario, que la contraopa separada de cada oferta en vez de una final conjunta impide la entrada de nuevos competidores “en la medida en que aquél (el oferente inicial) podría ir elevando por la vía de hecho el importe mínimo de la contraprestación requerida para el depósito de cualquier opa competidora” [v. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Estudios sobre opas (II)*, p. 165].

(64) El tiempo es muy importante en una subasta porque se da la oportunidad a los competidores de buscar información adicional tras haber estudiado las valoraciones de los anteriores ofertantes; v. FISHMAN, 19 *Rand. J. Econ.* (1988), p. 89; EASTERBROOK/FISCHEL, 35 *Stan. L. Rev.* (1982), p. 16; y especialmente el trabajo de dos economistas americanos sobre los efectos de la regulación de opas, v. JARRELL/BRADLEY, 23 *J. L. & Econ.* (1980), p. 385-386.

(65) La hipótesis de que la litigiosidad es una estrategia de la sociedad-*target* para ganar tiempo y provocar la subasta está contrastada por estudios empíricos. Así sobre una muestra de 98 opas que fueron contestadas ante los tribunales por la sociedad-*target*, 61 acabaron en subasta; paralelamente sobre una muestra de 197 opas no litigiosas, sólo 19 tuvieron competencia, v. JARRELL, 28 *J. L. & Econ.*, (1985), p. 161. Entre nosotros la doctrina más atenta considera que se trata de una práctica prohibida por el art. 14 del real decreto, v. J. GARCÍA DE ENTERRÍA, “Los recursos y acciones contra las OPAs como medida defensiva”, *RDM* (1991), pp. 423-464, especialmente pp. 436 y ss.

de la sociedad-*target*. El grado de información disponible sobre una sociedad determina la decisión de competir y de resistir. En particular, está comprobado que las sociedades en la mira de los analistas suscitan la competición, mientras que aquellas otras más opacas motivan ofertas altas e intimidatorias por parte del *raider*⁽⁶⁶⁾. Por ello, la estrategia típica de los administradores para facilitar la subasta rebajando los costes de indagación consiste en buscar un caballero blanco.

Con el término “caballero blanco” se hace referencia a un adquirente potencial que es invitado por la sociedad-*target* para participar en la subasta y vencer al primer oferente. Hay que subrayar que *entre ambas partes se establece un acuerdo de cooperación con el fin de sacar el máximo beneficio de la opa*⁽⁶⁷⁾. Por un lado, la sociedad-*target* se compromete a minimizar los costes de indagación necesarios para entrar en la competición facilitando información privada sobre el tipo de ganancias que se pueden extraer de una toma de control. Por su parte, el caballero blanco se obliga a conservar a los administradores en sus puestos o, en su caso, a garantizarles unas condiciones de bienestar satisfactorias. La cuestión que nos corresponde indagar es si tal acuerdo es eficiente. Y lo cierto es que no lo es, ni desde la perspectiva de la eficiencia privada, ni desde la perspectiva de la eficiencia social.

Del lado de la eficiencia privada, es fácil constatar que los accionistas de la sociedad-*target* no salen favorecidos por el acuerdo con el caballero blanco. Y esto es así porque el caballero blanco mejora la oferta del *raider*, pero su valoración se basa en información gratuita mientras que el *raider* ha pagado un alto

(66) Esta es la tesis más destacable del trabajo de M. J. FISHMAN, “Preemptive bidding and the role of the medium of exchange in acquisitions”, 44 *J. Fin.* (1989), pp. 41-57.

(67) La doctrina peca de ingenua al defender la inocuidad de los caballeros blancos. Pero ya se alzan voces que denuncian el peligro que comporta para los accionistas que tengan acceso a información sensible [v. FLEISCHER, *ZIP*, 15, (2002), p. 654], o que los administradores presten apoyo financiero a través de la sociedad-*target* [v. WINTER/HARBARTH, 1, *ZIP*, (2002), p. 5]. En cambio, los pactos con un caballero blanco son usualmente considerados estrategias defensivas por parte de la doctrina americana, aunque amplios sectores doctrinales, y sobre todo, jurisprudenciales, defienden la rectitud de estas y otras prácticas en beneficio de los accionistas [v. GILSON, 33 *Stan. L. Rev.* (1982), p. 60]. El error de este planteamiento consiste en presuponer la lealtad de los administradores [en este sentido, v. A. SHLEIFER/R. W. VISHNY, “Greenmail, white knights, and shareholder’ interest”, 17 *Rand J. Econ.* (1986), pp. 293-294]. Los autores tratan de desarrollar un modelo legitimador del *greenmail* o de entrega de información privada a un caballero blanco. Según esto, el caballero blanco beneficia a los accionistas sólo si es invitado al juego cuando los otros adquirentes potenciales hayan hecho sus indagaciones y entrado en la competición; pues, de lo contrario, no querrían competir contra un caballero blanco y el precio final sería menor. De la misma manera, entienden que los administradores deben pagar *greenmail* al oferente que valora poco la sociedad, con el propósito de hacer que otro adquirente potencial investigue.

precio por ella. Y lo que es más importante, la información confidencial despeja incertidumbres sobre el valor de la sociedad y confiere seguridad sobre el precio que se quiere ofrecer. Lo que nos hace sospechar que si el primer oferente hubiera dispuesto de la misma información interna de la empresa, habría mejorado su oferta ⁽⁶⁸⁾. Este mismo razonamiento ha seguido el *City Code* en la *rule* 20.2, que garantiza un trato igualitario hacia todos los oferentes en materia de información, aun cuando unos sean más bienvenidos que otros ⁽⁶⁹⁾. Si estiramos el argumento nos conduce a la conclusión de que la subasta desincentiva a los *raiders* a invertir en sociedades-*target*: no hay caballero blanco sin caballero negro. Un *raider* potencial sabe que se reducen mucho sus opciones si los administradores buscan un caballero blanco en cuanto se anuncie la opa. Esta externalidad tiene un coste social —decrece el control de los equipos de gestión—, pero también un coste privado para los accionistas *ex ante*, cuando todavía no saben si les va a tocar ser opantes u opados no seleccionarían la regla de la subasta.

Del lado de la eficiencia social, las adquisiciones de los caballeros blancos tampoco resultan provechosas. En efecto, con frecuencia se trata de malas inversiones, esto es, decisiones de inversión con rendimientos negativos ⁽⁷⁰⁾. Los datos son muy elocuentes: se estima que las pérdidas medias son del 3,3% y que las adquisiciones de caballeros blancos con rendimientos negativos ascienden

(68) Estas consideraciones se esgrimen para legitimar el principio normativo de paridad de trato entre ofertantes en relación con la *Due Diligence*, v. FLEISCHER, *ZIP*, 15, 2002, p. 654; H. J. HOPT, “Übernahme, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken”, *ZGR*, 3 (2002), p. 358, tiene sus reservas.

(69) Para mayor información se puede consultar *The panel of takeovers and mergers. Consultation paper issued by the code committee of the panel. Equality of information to competing offerors*.

(70) La literatura empírica viene observando que los caballeros blancos suelen sobrepujar en exceso, lo que se concreta en una disminución de las ganancias de la sociedad pujante. La hipótesis más plausible para explicar este comportamiento nos la aporta la teoría de la agencia, en este caso del lado del adquirente. La adquisición reflejaría el deseo de reconocimiento y prestigio de los administradores, lo que les lleva a invertir los fondos sociales en planes de crecimiento que no siempre cuentan con el sustento de la racionalidad empresarial, v. A. BERNERJEE/J. E. OWENS, “Wealth reduction in white knights bids”, 21-3 *Fin. Manag.* (1992), pp. 48-57; C. M. NIDDEEN, “An empirical examination of white knight corporate takeovers: synergy and overbidding”, *Fin. Manag.* (1992), pp. 28-45; C. CARROLL/M. GRIFFITH/P. M. RUDOLPH, “The performance of white-knight management”, 27-2 *Fin. Manag.* (1998), pp. 46-56.

al 81%⁽⁷¹⁾. Esto se explica porque los caballeros blancos representan un segmento dentro de las sociedades oferentes que sistemáticamente experimenta malos resultados empresariales antes de entrar en la competición. En el fondo, son casos paradigmáticos de adquisición del control y extracción de beneficios privados⁽⁷²⁾. Por ello no debe sorprender que la sociedad-*target* pueda llegar a estar peor gestionada que antes de la adquisición, incluso, en un porcentaje alto, pasar de opante a opada. Todo ello parece sugerir, en fin, que los *managers* de los caballeros blancos toman decisiones menos eficientes que los oferentes hostiles a los que vencen en la subasta⁽⁷³⁾.

c) La experiencia avala la idea de que los oferentes que disponen de paquetes accionariales en la sociedad-*target* tienen mayor garantía de éxito en una opa⁽⁷⁴⁾. Esto se concreta en un descenso tanto de la resistencia de los administradores como de la probabilidad de que surjan ofertas rivales⁽⁷⁵⁾. Sin embargo, las investigaciones también revelan que cuando la participación es muy pequeña, la resistencia de los administradores es significativa y claramente superior a los casos en los que participación en la sociedad-*target* es cero. Este resultado se explica porque los opantes financieros se muestran más vulnerables a la resistencia de los administradores que los inversores estratégicos y normalmente los paquetes de acciones pequeños corresponden a este tipo de inversores.

Los datos que se desprenden de los estudios de campo apuntan a que hay una relación directa entre el volumen de participación en la sociedad-*target* y las probabilidades de éxito de la oferta, pero, en cambio, la relación es inversa con el precio final. Paralelamente, la probabilidad de que un competidor gane guarda una relación inversa al volumen de la participación del primer oferente.

(71) Los estudios empíricos más reputados sostienen este resultado, v. BRADLEY/DESAI/KIM, 21 *Fin. Econ.* (1988), pp. 3 y ss., y BENERJEE/OWENS, 21-3 *Fin. Manag.* (1992), pp. 48 y ss.

(72) Esto sugiere las compensaciones en efectivo que reciben los *managers*, como ponen en evidencia A. BANERJEE/J. E. OWENS, "Managerial incentives and corporate control auctions", *Managerial and Decision Economics* (1993), pp. 295-309.

(73) Esta conclusión se alcanza empíricamente utilizando la *q* de Tobin para medir la eficiencia del *management*, v. CARROLL/GRIFFITH/RUDOLPH, 27-2 *Fin Manag.* (1998), pp. 48-49.

(74) En uno de los estudios de campo más exhaustivos se concluye que en torno a la mitad de los primeros oferentes se ajustan a este perfil estratégico, v. BETTON/ECKBO, 13-4 *R. Fin. Stud.* (2000), p. 879.

(75) V. JENNINGS/ MAZZEO, 6 *Rev. Fin. Stud.* (1993), pp. 903-906; J. BULOW/M. HUANG/P. KLEMPERER, "Toeholds and takeovers", 107 *J. Pol. Econ.* (1999), pp. 427-430; BETTON/ECKBO, 13 *R. Fin. Stud.* (2000), pp. 879 y ss.

te⁽⁷⁶⁾. De ahí que la subasta sea frecuentemente un fenómeno improbable, salvo que los administradores contribuyan a equilibrar el campo de juego⁽⁷⁷⁾. La forma de hacerlo es ofrecer la oportunidad a otro competidor de ingresar en el concurso vendiéndole una participación de la sociedad en condiciones ventajosas⁽⁷⁸⁾. Esta estrategia busca echar al *raider* de la competición, o cuando menos, nivelar las fuerzas para reducir sus opciones. Nuestra experiencia bursátil más reciente nos da buenas muestras de ello.

IV. LA REGULACIÓN DE LAS OPAS COMPETIDORAS

1. Racionalidad de las normas: eficiencia o maximización del premio

En este punto del trabajo ya estamos en condiciones de extraer una conclusión firme: la subasta restringe la eficiencia del mecanismo de opas. A continuación nos proponemos examinar el aspecto normativo del problema, porque estamos persuadidos de que una regulación poco coherente con la racionalidad económica del fenómeno puede agravar esta situación. Naturalmente, estas reflexiones se encuadran en un marco más amplio, como es el papel que juega el derecho de opas en los ordenamientos. ¿Cuál es la finalidad del derecho de opas? Lo ideal es que ambicione acompasar las exigencias de la eficiencia con una protección adecuada de los accionistas, lo habitual, en cambio, es que se sacrifique lo primero a costa de lo segundo [v. *infra* a)]. Esta conclusión se confirma en materia de opas competidoras [v. *infra* b)].

a) Es muy compartida la idea, en efecto, de que el derecho de opas ha de ser un derecho fuertemente regulado. Tal consideración se basa en el prejuicio de que las opas se comportan como artefactos para expropiar a los accionistas de la sociedad-*target* del valor real de la sociedad —lo que se viene a denomi-

(76) V., por todos, BETTON/ECKBO, 13 *R. Fin. Stud.* (2000), p. 879.

(77) La resistencia de los administradores favoreciendo la subasta consiste en el uso estratégico de su cartera de acciones de la sociedad-*target*, tal y como muestra el estudio de STULZ/ WALKLING/ SONG, 45 *J. Fin.* (1990), pp. 830 y 832. Esta conclusión es consistente con la acumulación de stocks por parte de las sociedades-*targets* que se observan en los estudios, v. R. SINGH, “Takeover bidding with toeholds: the case of the owner’s curse”, 11 *R. Fin. Stud.* (1998), p. 694.

(78) V. BULLOW/HUANG/KLEMPERER, 107 *J. Pol. Econ.* (1999), p. 429.

nar “piratería societaria”—⁽⁷⁹⁾. Entonces —continúa el argumento— los cambios de control, además de abusivos, son ineficientes: como los accionistas son incapaces de capturar los beneficios de sus inversiones, se corre el riesgo de que las sociedades inviertan por debajo de su nivel óptimo⁽⁸⁰⁾. Desde esta perspectiva, parece lógico pensar que el derecho debe intervenir restringiendo el ámbito de actuación de las opas en el mercado, por ejemplo, obligando a los *raiders* a difundir la información que disponen relativa al valor de la empresa, creando comisiones que certifiquen si el valor ofertado es el adecuado o favoreciendo la subasta para que se aumenten las primas. Lo que sea necesario para tutelar al accionista de la sociedad-*target* del fraude. El problema es que este diagnóstico no es del todo exacto.

Las opas pueden estar causadas porque el *raider* espera producir más valor con otra gestión —opas que vamos a llamar productivas—, o porque confía en apropiarse de la riqueza de los accionistas de sociedades-*targets* infravaloradas —opas que llamaremos expropiatorias—⁽⁸¹⁾. El ordenamiento debería, por lo tanto, incentivar los cambios productivos y obstaculizar los cambios expropiatorios. No hay duda de que la regulación es eficaz contra estos últimos, porque las normas traban el *corporate-raiding*. Pero tampoco es dudoso que al propio tiempo se impide la consecución de cambios productivos. Y ahí está lo grave. Sobre todo porque lo normal es que las opas generen ganancias mutuas para las

(79) Esta idea subyace en la racionalidad de las regulaciones sobre opas, como ponen de manifiesto los estudios al respecto, v. por todos JARRELL/BRADLEY, 23 *J. L. & Econ.* (1980), pp. 379-381. También en la nuestra, agravado por la lectura que hace nuestra doctrina más institucionalista, v. SÁNCHEZ ANDRÉS, *La Ley*, 1990-2, p. 1112. En este punto es conveniente hacer una observación. Se han formulado diversas teorías que tratan de justificar el derecho de los accionistas a una prima mayor porque los mercados no reflejan el valor real de la sociedad —por ejemplo, la miopía de los mercados al valorar las sociedades en base a los rendimientos a corto plazo o la infravaloración de los activos por otras causas—. Estas teorías no se sostienen si se contraponen a la base empírica disponible y están muy contestadas por la doctrina, v. G. A. JARRELL/J. A. BRICKLEY/J. M. NETTER, “The market for corporate control: the empirical evidence since 1980”, 2 *J. Econ. Persp.* (1988), pp. 54-58.

(80) Este argumento está bien definido en D.D. HADDOCK/J.R. MACEY/F.S. McCHESNEY, “Property rights in assets and resistance to tender offers”, 73 *Va. L. Rev.* (1987), especialmente pp. 707-718. En particular, se ha utilizado para defender la subasta. Se dice que como la subasta beneficia a los accionistas de la sociedad opada, éstos están incentivados a invertir en la sociedad sabiendo que van a recuperar las ganancias que produzca, v. BEB-CHUCK, 95 *Harv. L. Rev.* (1982), p. 1049. No convence porque parte de la premisa de que el mundo se divide entre sociedades opantes y sociedades opadas, lo cual es falso.

(81) V. S. J. GROSSMAN/O. D. HART, “The allocational role of takeover bids in situations of asymmetric information”, 36 *J. Fin.* (1981), pp. 267-268.

sociedades adquirentes y para las sociedades adquiridas⁽⁸²⁾. Por ello, no es de extrañar que los estudios empíricos revelen que *una regulación marcadamente proteccionista del accionista altera sustancialmente el mercado de adquisiciones y causa la redistribución artificial de los recursos*⁽⁸³⁾. Cuando se grava al adquirente, se está poniendo en tela de juicio la eficiencia de un mercado, que es justamente lo que garantiza la justicia de las transmisiones. El resultado es que se frenan las adquisiciones. Por todo ello pensamos que las normas deben favorecer las opas en lugar de entorpecerlas. Es decir, la función del derecho de opas no es maximizar la prima ni alterar su distribución natural, sino evitar cambios de control abusivos.

b) Bajo este aspecto, la regulación sobre opas competidoras se comporta como un instrumento decididamente pro inversor: *se trata, en suma, de maximizar las primas de los accionistas de la sociedad-target*. Para entenderlo basta con comprobar la estrecha relación que hay entre regulación y alta remuneración del accionista. Si pensamos en un modelo desregulado, vemos que la existencia de costes de indagación *ex ante* tenderá a limitar la competencia. El primer oferente habría averiguado cuánto valor podría generar la sociedad bajo una gestión más eficiente, lo que prácticamente deja fuera de juego a los otros competidores potenciales no informados. Sin embargo, este escenario cambia radicalmente cuando se introducen dos elementos, que están en la base de toda regulación de opas competidoras: tiempo e información. Cuanto más tiempo esté abierta una oferta y más información privada del primer oferente se haga pública, mayor es la capacidad de respuesta de los competidores⁽⁸⁴⁾. Y, en

(82) V. P. DODD/R. RUBACK, "Tender offers and stockholders returns: an empirical analysis", 5 *J. Fin. Econ.* (1977), pp. 351-374; D. KUMMER/R. HOFFMEISTER, "Valuation consequences of cash tender offers", 33 *J. Fin.* (1978), pp. 505-516; M. BRADLEY, "Interfirm market equilibrium with restricted borrowing", 45 *J. Bus.* (1980), pp. 345-376.

(83) Se han formulado dos hipótesis sobre el efecto de la regulación sobre las opas basándose en el impacto de la *Williams Act* —la hipótesis de la transferencia, sustentada por JARRELL/BRADLEY, 23 *J. L. & Econ.* (1980), pp. 371-402 y la hipótesis del truncamiento, defendida por JENSEN/RUBACK, 11 *J. Fin. Econ.* (1983), pp. 5-50. Ambas constatan la alteración del mercado y los efectos redistributivos provocados por la normativa americana. Un estudio de ambas hipótesis, sumándose a la de la transferencia, nos lo ofrecen P. H. MALATESTA/R. THOMPSON, "Government Regulation and structural change in the corporate acquisitions market: the impact of the Williams Act", 28 *J. Fin. & Quant. An.* (1993), pp. 363-379.

(84) Esta constatación está bien documentada en relación con las legislaciones americanas, a pesar de que no regulan las opas competidoras como tales; v. por todos JARRELL/BRADLEY, 23 *J. L. & Econ.* (1980), pp. 371-379. Esta idea la recoge la doctrina alemana cuando denuncia que los plazos de aceptación no son los suficientemente amplios para permitir, de hecho y no sólo de derecho, la búsqueda de un caballero blanco; v. H. HIRTE, "Verteidigung gegen Übernahmeangebote und Rechtsschutz des Aktionärs gegen die Verteidigung", 4-5 *ZGR* (2002), p. 639. Entre nosotros, v. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Estudios sobre opas (II)*, especialmente pp. 168-169.

efecto, la experiencia certifica que así es: se facilita que otros *raiders* pujen por la sociedad-*target*, y consigo, el incremento del precio.

La subasta, pues, hace aumentar la prima. En principio, parece una buena noticia para los accionistas minoritarios. Pero si nos preocupamos por ver qué hay detrás de este fenómeno, enseguida nos percatamos de que existen razones para la preocupación. La primera explicación del encarecimiento de las primas se debe a un efecto técnico de la subasta que se conoce como el *winner's curse*: gana el oferente que más haya sobrestimado el valor de la sociedad afectada⁽⁸⁵⁾. O dicho de otro modo, lo normal es que se acabe pagando más por la sociedad de lo que en realidad vale⁽⁸⁶⁾. Evitar el curso del ganador no es fácil. El secreto está en proceder de manera tanto más conservadora cuantos más competidores haya en liza y mayor ignorancia se tenga del valor del bien. Y, en materia de opas, dominar este riesgo es una tarea especialmente ardua porque la complejidad de la operación dificulta el adiestramiento de los postores. La experiencia atestigua, en efecto, que los administradores y sus equipos de expertos suelen atribuir a otros factores los errores de puja ocasionados por el *winner's curse*⁽⁸⁷⁾.

La segunda explicación del incremento de las primas la encontramos en un efecto material o estructural de la subasta que hace que se pague un precio superior al que se alcanzaría de forma bilateral. Esto supone alterar el reparto de ganancias que naturalmente ajustaría el mercado al transferir riqueza del *raider* a los accionistas de la sociedad-*target*. Es más, los estudios empíricos advierten que la subasta puede llegar a reducir la ganancia media del adquirente a un nivel

(85) El fenómeno del *winner's curse* está bien catalogado por la teoría de la subasta. Es típico de las subastas de valoración común, que son aquellas en las que los competidores desconocen el valor auténtico del bien. En competencia perfecta, el precio será igual al valor del bien, el cual se alcanza haciendo pública la información parcial de que cada postor dispone sobre su valor. Y aquí entra el *winner's curse*: el ganador de la subasta es el que hace la estimación más alta, y dado que la valoración del bien es común, gana quien haya sobreestimado más su valor. Esta es la razón que hay detrás de los bajos beneficios de las compañías petroleras en los años sesenta, v. MILGRON/WEBER, 50 *Econometrica* (1982), p. 1094. El *winner's curse* también se ha observado en la industria editorial: se alcanzan precios muy altos por manuscritos que no se corresponden con su índice de ventas, v. McAFEE/McMILLAN, 25 *J. Econ. Lit.* (1987), p. 721.

(86) Los estudios que se han hecho en el caso de opas ponen de manifiesto que el premio que se paga en la subasta es muy superior a la ganancia que previsiblemente reportará la adquisición. Esto sucede en un 67% de los casos, de los cuales un 33% muestran claros signos de responder al *winner's curse*; v. N. VARAIYA, "The winner's curse hypothesis and corporate takeovers", 9 *Man. Dec. Econ.* (1988), pp. 209-219.

(87) Sobre este particular, v. B. BLACK, "Bidder overpayment in takeovers", 41 *Stan. L. Rev.* (1989), pp. 623-628.

que no difiera significativamente de cero ⁽⁸⁸⁾. Bajo este aspecto, la subasta se comportaría como un impuesto que grava al adquirente, y, en consecuencia, puede llevar a que el mercado de control se contraiga ⁽⁸⁹⁾. Todo esto nos lleva a pensar que los mercados de control serán más competitivos cuando promuevan la competencia *ex ante* —incentivando el tráfico, los cambios de control— y no *ex post* —facilitando la aparición de opas competidoras—.

En este punto ya contamos con algunas pistas sobre cómo lograr un derecho de opas competidoras eficiente. Nos parece que *el desafío al que se enfrenta el legislador es ordenar un compromiso razonable entre retribución del accionista y movilidad del mercado de control*. Es decir, arbitrar reglas intermedias entre mercado y subasta. Para ello, es necesario percatarse de una idea básica para recomponer la materia, y es que tanto el importe de la prima como la probabilidad de la opa estructuran el valor de las acciones ⁽⁹⁰⁾. O mejor dicho, que el premio y la frecuencia son términos complementarios. Bajo esta óptica —que es la óptica *ex ante*—, se aprecia con claridad que rebajando la prima se maximizaría el valor de la acción porque el descenso del premio quedaría sobradamente compensado con el incremento de la probabilidad de que las opas tengan lugar. Es verdad que a estas alturas los ordenamientos no pueden renunciar a una regulación del derecho de opas, y por ende, a un derecho de opas competidoras. Entonces, el legislador debe vigilar que las reglas procuren dos objetivos: primero, que a medio plazo no se penalice la frecuencia —es decir, al pionero—, y segundo, que se ejerza una contención sobre la tendencia al alza de las primas. En el apartado siguiente trataremos de averiguar las fórmulas disponibles para atajar estas trabas.

(88) Hay una muestra importante de estudios empíricos en esta línea, de los cuales el más representativo es el trabajo de BRADLEY/DESAI/KIM, 21 *Fin. Econ.* (1988), pp. 3 y ss. Una visión de conjunto de los resultados ofrecidos por todos ellos la recogen —por medios de tablas— y la comentan GILSON/BLACK, *Corporate acquisitions*, pp. 300-304.

(89) Esta idea la expresa bien ARRUÑADA, *RDM* (1992), p. 56.

(90) El mérito de su formulación se lo debemos a EASTERBROOK/FISCHEL, 94 *Harv. L. Rev.* (1981), p. 1164. Según nos dicen, el valor de cualquier acción ha de entenderse como la suma de dos componentes: el precio de mercado si no hay una oferta exitosa (multiplicado por la probabilidad de que no se realicen ofertas) y el precio que se pagará en una oferta futura (multiplicado por la probabilidad de que alguna prospere). Desde esta óptica, *la riqueza del accionista se maximizará cuando la suma de sus dos componentes alcance su máximo valor*. Por eso, cualquier regla que busque subir el precio de la acción una vez realizada la oferta, pero que se despreocupa de la repercusión de los altos precios en las ofertas futuras y en la gestión eficiente de las sociedades, es nefasta para el accionista.

2. Las claves de la regulación de las opas competidoras

Como anuncia el epígrafe, nos corresponde dilucidar a continuación cuáles son las claves normativas de las opas competidoras, es decir, qué coordenadas debe atender el legislador para regular la materia con sensatez. Previamente, es preciso, no obstante, hacer una observación. No es necesario dotar al ordenamiento de normas específicas relativas a las opas competidoras para que se produzca este fenómeno. Basta con que las normas proporcionen el marco adecuado para su desarrollo, otorgando largos plazos de aceptación y favoreciendo la divulgación de información⁽⁹¹⁾. Pero qué duda cabe que la regulación directa del fenómeno tiene importantes consecuencias sobre el mercado de control. Y lo que ahora nos importa es valorar si las novedades que incorpora en este sector del ordenamiento el Real Decreto 432/2003 son acertadas. El legislador se enfrentaba a varios riesgos que debían ser conjurados. Primero, el riesgo de la sobreregulación [v. *infra* a)]. Segundo, el riesgo de sancionar al pionero [v. *infra* b)]. Tercero, el riesgo de encarecer la economía del procedimiento [v. *infra* c)]. Cuarto, el riesgo del sobreprecio [v. *infra* d)].

a) El primer riesgo sobre el que queremos llamar la atención es el riesgo de la sobreregulación. En el derecho comparado observamos dos tendencias en materia de opas competidoras: la regulación mínima —o regulación procedimental— y la regulación completa —o regulación material—. La opción de la regulación mínima consiste en prever las reglas indispensables para garantizar que dos o más ofertas puedan materialmente concursar⁽⁹²⁾. Por lo demás, el legislador no interfiere en el resultado del concurso, dejando a los accionistas margen de maniobra para elegir la oferta que libremente prefieran. Básicamente, se trata de tres reglas: (i) dotar a la oferta de un plazo de aceptación amplio para permitir la reacción de otras ofertas interesadas en la adquisición; (ii) sincronizar los plazos, prorrogando el plazo de aceptación de las ofertas precedentes hasta el término del plazo de la última oferta competidora, aun cuando ésta se retire o se modifique, y, finalmente, (iii) posibilitar la revocación de las declaraciones de aceptación que se hubieran producido respecto de ofertas anteriores.

(91) No obstante, lo normal será que tras varios casos de adquisiciones entre ofertas competidoras surja la necesidad de disciplinar un procedimiento, como lo atestigua la experiencia de las legislaciones de los estados americanos o la reciente reforma en este extremo del *City Code on takeovers and mergers* [la historia de esta reforma está referida en el informe elaborado al respecto en relación con el proceso de consulta previo a la reforma, v. *The code committee of the panel. Resolution of competitive situations*, 2 (background), pp. 7-9].

(92) Esta es la filosofía de las regulaciones británica [v. Rule 31.6 (a) (i) del City Code], y alemana [v., por todos, K. HASSELBACH, en H. HIRTE/C. von BÜLLOW, *Kölnner Kommentar zum WpÜG*, Cölonin-Berlin-Bonn-Munich, 2003, § 22, marginal 1].

En cambio, la regulación completa viene a concretar la aspiración del legislador de dar respuesta legal a todas las vicisitudes que puedan acontecer entre varias ofertas que se disputan una adquisición. Por eso, además de las reglas básicas o mínimas, se preprograma la subasta de forma cerrada en todos sus detalles. La diferencia más sustancial frente al modelo procedimental es que el legislador predispone de antemano aspectos materiales de la oferta que de otra forma quedarían al arbitrio de los inversores. La estructura de la oferta competidora queda así estrechamente definida por la norma, por ejemplo, en relación con el régimen de contraprestaciones, de condiciones, y sobre todo, de mejoras: se obliga a cualquier oferta competidora a mejorar las anteriores y además, con frecuencia establece el baremo en función del cual se determina cuando una sobrepuja es una mejora⁽⁹³⁾. Esta injerencia en el ámbito decisorio de los accionistas es uno de los defectos de los que adolecía el Real Decreto 1197/1991, y que ha venido a ser enmendado, al menos en parte, por la reforma. Por suerte, el régimen de mejoras se liberaliza [art. 33.b)]. Pero no se rebaja la sensación de seguir operando en un sistema muy reglamentado, y de una complejidad innecesaria, por ejemplo, al consolidar la reforma supuestos de opa *a priori* y *a posteriori*, por un lado, y de opa parcial y total, por el otro⁽⁹⁴⁾. Seguimos teniendo un marco institucional rígido, poco favorecedor de la competencia externa y *ex ante* por el control. Para colmo, el nuevo régimen adolece de una calidad técnica deficiente, lo que le hace costoso.

b) Otra de las claves que configuran la materia es la protección del pionero. El legislador se enfrenta a la disyuntiva entre retribuir la labor de búsqueda del primer oferente a través de una ventaja competitiva —*priority rule*—, o

(93) Es muy común que los ordenamientos determinen la mejora en función de porcentajes respecto de la oferta anterior. Así, una mejora del 5% estaba prevista entre nosotros en el art. 33.c) del RD 1197/1991, en el art. 185.3 del *Código dos valores mobiliários* portugués o en el art. 33 del decreto de ofertas públicas belga; mientras que la regla del 2% rige en Francia, y hasta recientemente, también en Italia, donde ha quedado liberada tras la reforma de 2001. En cambio, los modelos puramente procedimentales renuncian a exigir que la contraoferta incorpore una mejora material (lo cual implicaría su previa evaluación por parte del órgano regulador) por considerar que alargaría innecesariamente el proceso. En este sentido, v. en relación con el derecho inglés *The code committee of the panel. Resolution of competitive situations*, 8.4.3 (open auction procedure), pp. 26-27; y el apartado 10.2 advierte que incluso una oferta inferior puede resultar interesante si las anteriores están sujetas a fuertes condiciones; y en relación con el derecho alemán, v. A. THUN, en GEIBEL/SÜSSMANN, *Kommentar zum WPÜG*, Munich 2002, § 22, marginal 4, p. 350.

(94) El paternalismo legal en esta materia —como en general en el derecho privado— origina multitud de deficiencias, simplemente porque la sobreregulación es una tarea de gran complejidad técnica. Al final resulta más operativo que la ley garantice unas reglas del juego transparentes y que sean los accionistas los que decidan qué es lo que les conviene. Sobre las insuficiencias del régimen legal de las ofertas competidoras, es aconsejable el estudio certero de GARCÍA DE ENTERRÍA, *Estudios sobre opas (II)*, especialmente, pp. 176-193.

granjearle un trato igualitario respecto de los demás contendientes⁽⁹⁵⁾. En el entorno del derecho doméstico, las preferencias se inclinan a favor de un sistema igualitario o de subasta abierta. La razón hay que buscarla en las numerosas críticas que ha suscitado la regla de mejora del primer oferente contenida en el antiguo art. 36 del Real Decreto 1197/1991. En esencia se viene a decir que la regla que otorga la última palabra al primer oferente es un privilegio que atenta contra la libre competencia. Y ciertamente así sería si no fuera porque lo que hace la regla es justamente equilibrar el concurso, discriminando contendientes asimétricos. En este sentido, la teoría de la subasta es clara: cuando los oferentes son asimétricos, la subasta óptima es discriminatoria⁽⁹⁶⁾.

Con todo, el rechazo de la regla está directamente relacionado con las insatisfacciones provocadas cuando se ha ensayado en la práctica, en particular por la experiencia suministrada por el caso Hidrocantábrico, que ha sido a estos efectos un importante banco de pruebas. Y no sin razón. Pero la lección que debemos extraer es, a mi juicio, otra. La experiencia nos enseña que la regla es ineficiente cuando la sociedad-*target* ha puesto el cartel de “se vende”. Entonces, la *priority rule* no discrimina oferentes en función de su inversión en investigación —puesto que es la propia sociedad la que se promociona como una oportunidad de negocio—, sino en función del simple orden temporal. Esto origina comportamientos oportunistas encaminados a coger turno, dado que por el mero hecho de ser el primero se adquiere una condición jurídica privilegiada en el concurso⁽⁹⁷⁾. Sin duda habrá que ver qué medidas se toman para corregir esta disfunción. Lo que no impide que sigamos reconociendo la oportunidad de la regla discriminatoria en un contexto de opas hostiles, que es, en definitiva, el ámbito de referencia de la regulación de opas.

Por lo demás, la protección del pionero es perfectamente consistente con la competencia entre ofertas. Siempre, claro está, que la ventaja que se le otorga sea relativa, porque de otra forma quedaría desvirtuada la realidad del concurso, como venía sucediendo en el régimen hasta ahora vigente. La ventaja del pionero —o la desventaja de los siguientes concursantes— puede articularse de for-

(95) La ventaja competitiva del pionero puede articularse de formas muy variadas. La ventaja más elemental es la rapidez: si la oferta está abierta unos días, se refuerza la posición del oferente [v., por todos, EASTERBROOK/FISCHEL, 94 *Harv. L. Rev.* (1981), p. 1179]. La ventaja más sofisticada es la que han sugerido AMIHUD/BURNOVSKI [en *The battle for corporate control*, pp. 320 y ss.], que consiste en que el pionero disfrute de un derecho de exclusividad para lanzar una opa durante un periodo de tiempo, de tal forma que si hay una subasta, la prima entre el precio ofertado por el pionero y el de adjudicación vaya al pionero.

(96) V., por todos, McCAFFEE/McMILLAN, 25 *J. Econ. Lit.* (1987), p. 716. Es más, añaden que una subasta ostensiblemente no discriminatoria conduce a discriminaciones *ad hoc* cuando los oferentes son asimétricos.

(97) Esta situación queda bien retratada en GARCÍA DE ENTERRÍA, *Estudios sobre opas (II)*, especialmente, pp. 146-147.

mas diversas. Se trataría de articular una ventaja, normalmente temporal, a favor del pionero, o establecer limitaciones informacionales (por ejemplo, que la información publicada no pueda dar pistas a los competidores sobre la valoración del oferente) o temporales a los sucesivos competidores. Y, sin embargo, la única novedad normativa mencionable a este respecto es la prestación de garantías *a posteriori* de la oferta en vez de *a priori* (art. 11.1), con el fin de reducir el margen de escapes de información relativos a la oferta del pionero. En este sentido, la reforma ha sido pendular: hemos pasado de la sobreprotección del primer oferente, a dejarlo desvalido.

c) El legislador de opas competidoras tiene que hacer frente al *handicap* de la duración del procedimiento. En efecto, la subasta abierta conlleva un riesgo importante y de difícil solución, como es que la venta se prolongue en exceso. El problema aquí es cómo poner término a la subasta.

Hay que subrayar que este riesgo es mayor y más grave en operaciones de adquisición de empresas que en subastas de otros bienes. Piénsese que las subastas ascendentes suelen ser instantáneas y por lo tanto ágiles. En cambio, ya hemos visto que las ofertas competidoras requieren de tiempo para confeccionarse —no debemos olvidar que son pujas complejas, en las que entran muchos especialistas en juego, desde legales hasta financieros—. Ni que decir tiene que la complejidad normativa —a la que hacíamos referencia anteriormente— viene a encarecer aún más el concurso. El dilema es que si alguna venta es deseable que sea rápida es justamente ésta. La razón se explica por el *siege principle*: mientras la sociedad-*target* está sometida al asedio de los compradores, la incertidumbre compromete su negocio, y, consecuentemente, suele experimentar una pérdida de valor ⁽⁹⁸⁾.

Lógicamente, este peligro es más evidente en la subasta abierta que en otros procesos competitivos porque el vencedor se proclama por agotamiento del concurso cuando no hay una puja mejor. Por ello los ordenamientos buscan fórmulas para gobernar la duración del procedimiento, tales como sujetarlo a plazo o, excepcionalmente, guillotinar el concurso mediante ofertas en sobre cerrado ⁽⁹⁹⁾. Pero es preciso advertir que estas medidas deben ser administradas con tiento, porque al propio tiempo pueden desnaturalizar gravemente el con-

⁽⁹⁸⁾ Sobre este particular, v. *The code committee of the panel. Resolution of competitive situations*, apartado 4.

⁽⁹⁹⁾ Esta es la solución que el comité de expertos ha entendido mejor en Gran Bretaña. La idea es que la subasta dure lo que tenga que durar, pero si el concurso se estanca y se va alargando en el tiempo, el Panel puede guillotinar el proceso. Es una medida de cierre, que se prevé tendrá escasa aplicación; v. *The code committee of the panel. Resolution of competitive situations*, apartado 8.4.3.

curso y conducir a resultados ineficientes⁽¹⁰⁰⁾. Este riesgo ha pasado inadvertido a nuestro legislador, que ha creído ingenuamente hallar la fórmula de la subasta expeditiva: facilitar el acceso a la subasta, para luego forzar a los contrincantes a pujar a ciegas. Y así, por un lado, se amplía el plazo para entrar en la pugna de quince a treinta días [art. 33.a)]. Y por el otro, se guillotina abruptamente la subasta y se implanta un sistema de ofertas en sobre cerrado (art. 36).

d) La cuarta y última clave que anunciábamos hace referencia al valor de la prima: el legislador debe vigilar que el diseño normativo de las opas competidoras no dispare el precio de la operación. Es importante subrayarlo porque se suele pensar que uno de los propósitos de las opas competidoras consiste en proteger la posición de los minoritarios aumentando las primas⁽¹⁰¹⁾. Ya hemos aclarado que la protección de los minoritarios, si de verdad queremos que sea efectiva, se debe encomendar a un correcto funcionamiento *ex ante*, y no *ex post* del mercado de control. O dicho de otro modo, la subasta no es la panacea a la que debamos confiar el bienestar de los inversores. El caso de las opas parciales ilustra bien esta idea, porque se ha querido ver en la regulación de las opas competidoras un instrumento idóneo para corregir los efectos expropiatorios de las ofertas parciales debido al fuerte prorrateo al que están sometidos⁽¹⁰²⁾. Probablemente la subasta contribuya a aliviar el problema de acción colectiva que se observa en las ofertas parciales, pero la competencia no debe servir como correctivo de reglas inoperantes. Es desvestir un santo para vestir otro. Si las ofertas parciales son expropiatorias, lo racional sería modificar su régimen, o mejor, sustituirlo por un sistema de opas totales por el cien por cien. La nueva regulación de las opas competidoras logrará, sin duda, aumentar las primas. Más dudoso es que el nuevo sistema vaya a beneficiar a los inversores.

3. La reforma a examen

Lamentablemente, la nueva redacción del régimen de opas aprobada por el gobierno no contribuye a modernizar nuestra legislación en este sector. Las

(100) En este sentido son ilustrativas las reflexiones del panel londinense al respecto, porque desconfían de la bondad de los procedimientos rígidos, y prefieren que el sistema goce de flexibilidad bajo la dirección atenta del panel, v. *The code committee of the panel. Resolution of competitive situations*, apartado 4.

(101) Este es el espíritu de la proposición no de ley 162/000561 sobre modificación urgente de la regulación de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPA) para mejorar la protección de los pequeños accionistas. Y el Real Decreto 432/2003, de 11 de abril, dice explícitamente que uno de los objetivos de la norma es “extender las posibilidades de mejorar la oferta en las opas competidoras, favoreciendo que los accionistas minoritarios se beneficien siempre de los mejores precios”.

(102) V. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Estudios sobre opas (II)*, pp. 152-153.

insatisfacciones son numerosas: se conservan las opas parciales, cuando sabemos que son expropiatorias, se incorporan nuevos supuestos de opa obligatoria, con grave menoscabo de la seguridad jurídica [arts. 5. a) y 6 b)], y se reduce su umbral, cuando lo indicado en un mercado de accionariado concentrado como el español sería elevarlo; sin olvidar, además, que se dispone un régimen de opa condicionada más arbitrario de lo inicialmente proyectado (art. 21)⁽¹⁰³⁾. No es de extrañar que la regulación de opas competidoras no constituya una excepción. Se adopta un régimen de subasta —si bien un tanto desnaturalizado—, cuando es sabido que exacerba los riesgos que se pretenden neutralizar: sanciona al pionero, dilata la duración del procedimiento, y eleva el precio de las primas. A pesar de ello, se dirá que la subasta no será tan mala cuando ha sido adoptada por el panel londinense, punto de referencia indiscutible, y por la reciente legislación alemana. Y así es, en efecto. Lo que sucede es que *la subasta se comporta de manera muy distinta en un sistema de opa a posteriori que en un sistema de opa a priori*. La prueba nos la dan las dos piedras de toque de la materia: la contención en la espiral alcista del precio y el trato de favor al pionero.

En un sistema de opa *a priori*, el *raider* está obligado a lanzar una opa siempre que quiera adquirir una participación en la sociedad por encima del umbral de control establecido por la ley. En cambio, cuando la opa es *a posteriori* el *raider* adquiere la participación que desee en el mercado, y solamente una vez superado el umbral de control debe lanzar la opa por las acciones restantes. Lo que significa que cuando hace la oferta pública ya cuenta con una participación sustancial de la sociedad afectada. Y está comprobado empíricamente que el control de un paquete de acciones es la medida más eficaz para desanimar la competencia [v. *supra* III.2.c)]. Por eso no debe sorprender el número reducido de casos de ofertas competidoras que se han planteado en un derecho tan experimentado en estas lides como es el derecho inglés. Ni tampoco que, una vez abierta la subasta, se llegue a un precio bastante más moderado del que se alcanzaría en un sistema de opa *a priori*. La consecuencia es clara: la subasta tiene un efecto redistributivo mucho menor en un sistema de opa *a posteriori* que en un sistema de opa *a priori*.

El pionero también corre distinta suerte si la subasta se integra en un sistema de opa *a priori* o de opa *a posteriori*. Por lo pronto, parte con una posición de fuerza que le facilita adjudicarse la adquisición⁽¹⁰⁴⁾. Esta es una ventaja sustancial del primero frente al resto de los rivales. En ocasiones, ade-

(103) Estas cuestiones han sido denunciadas ya en prensa; v. por todos C. PAZ-ARES, “La reforma de las opas y el espejismo de la prima de control”, I y II, publicados en *Expansión*, los días 16 y 18 de octubre de 2002.

(104) Entre nosotros, y en relación con nuestra normativa, ha puesto de manifiesto esta circunstancia ARRUÑADA, RDM (1992), p. 63.

más, puede no ser la única. Este sistema permite la especialización de las tareas de producción de información —eficiencia productiva— y de implementación de la misma —eficiencia asignativa—. Se trata de que el pionero obtenga su recompensa y al propio tiempo, que la sociedad-target se atribuya a su mejor usuario. En efecto, las empresas especializadas en la producción de información sacarían provecho vendiéndola a empresas especializadas en implementarla⁽¹⁰⁵⁾. La transacción es viable siempre que interese al comprador, es decir cuando cuente con opciones para cerrar la operación a su favor —como sucede en la opa *a posteriori*— y cuando el precio de la opa sea previsible de antemano y le resulte conveniente según sus cálculos.

Pues bien, la situación descrita cambia radicalmente en un sistema de opa *a priori*, como el que consagra nuestra ley. Y lo peor es que la reforma, en lugar de intentar minimizar estos problemas, viene a agravarlos. No propone, en efecto, ninguna medida protectora del pionero —que en un sistema de opa *a priori* ha de articularse a través de una *priority rule*—, y además promueve la espiral de precios. Esto último se comprueba con facilidad a través del examen de la nueva normativa. La subasta se concibe en dos tramos: una primera subasta de carácter ascendente y duración limitada a un mes, y una segunda en sobre cerrado (arts. 33 y 36)⁽¹⁰⁶⁾. Se ambiciona extraer los efectos positivos de la subasta, los asignativos, sin participar de los efectos negativos, las dificultades para gobernar la duración del procedimiento⁽¹⁰⁷⁾. De lo que no hay duda es de que la subasta así concebida conseguirá potenciar el riesgo al aumento excesivo del precio. Y esto es así, porque el primer tramo no tiene la función de asignar comprador, sino de fijar el precio de salida de la sociedad-target por encima del precio de bolsa. Los competidores pagan por entrar en la contienda haciendo una oferta superior a la última realizada, y sabiendo que será en la segunda fase cuando verdaderamente se pueje por la adquisición. Por eso, *se trata en esencia*

(105) Esta cuestión está debatida entre GILSON, 35 *Stan. L. Rev.* (1982), pp. 51 y ss. y EASTERBROOK/FISCHEL, 35 *Stan. L. Rev.* (1982), 17-21. El primero considera que la subasta beneficiaría al productor de la información si compra un paquete en el mercado, pero no participa en la subasta, porque cuanto más elevado sea el precio de la adquisición, mayor ganancia le arrendaría. Los segundos piensan que el productor de la información obtendrá mayor beneficio si vende la información, y además sale ganando también el adquirente, porque sin subasta el precio de la adquisición sería menor.

(106) Nótese que este sistema es distinto al consagrado recientemente en el derecho inglés, el cual parte de una subasta abierta y ascendente, pero que, llegado el caso, puede ser guillotinado por el panel mediante una última oferta en sobre cerrado.

(107) Las ofertas cerradas presentan aspectos positivos que las hacen muy atractivas. Por un lado, es una subasta sin costes de tiempo. Por otro lado, tiene la ventaja de que impide el *free riding* sobre la información del pionero. Tiene, no obstante, el inconveniente de que obstaculiza que los competidores revisen sus ofertas; sobre estas cuestiones, v. *The code committee of the panel. Resolution of competitive situations*, apartado 8.2.

de una subasta “a ciegas” o definitiva en sobre cerrado con elevación del precio de salida.

Puestas así las cosas, no hay que olvidar los riesgos a los que se enfrenta la subasta en sobre cerrado en materia de opas. El más grave, el fenómeno conocido en el derecho inglés como “formula offers”. La subasta en sobre cerrado no está sujeta a revisión, por lo que no proporciona información sobre las valoraciones de los rivales. De ahí que cuando un competidor quiere asegurarse la adquisición, no ofrezca una cantidad, sino una fórmula de mejora (por ejemplo, un 5% más que la oferta más alta). Nótese que esta posibilidad cabe en el tenor literal del art. 36.b), pese a su prolijidad —que, se verá, traerá más costes que beneficios. Esto provoca que los precios se disparen, porque los oferentes tenderán a acercarse a su precio de reserva, y provoca además que el ganador acabe compitiendo contra sí mismo. Pero sobre todo suscita una total falta de transparencia y una gran dificultad para comparar las ofertas, salvo que las partes involucradas en el concurso convengan la estructura de la oferta con la que compiten⁽¹⁰⁸⁾. Nuevamente, el *Panel* inglés nos ha dado buena prueba de su sabiduría, porque ha adoptado la política de que sean los contendientes quienes decidan el procedimiento al que quieren someterse —incluido el de *formula offers*—. A falta de acuerdo, se aplicará el sistema de subasta abierta prevista en el *Code*.

En suma, nos parece que la nueva regulación sobre opas competidoras peca por exceso, porque se propone un modelo de subasta muy distributivo, pero también peca por defecto, porque no se lleva a cabo una revisión profunda del derecho de opas que pasaría, a mi juicio, por incorporar un sistema de opas *a posteriori* y totales.

(108) Este punto —el del acuerdo— es fundamental para decidirse a adoptar este sistema, y por eso el panel lo descarta con carácter general, v. *The code committee of the panel. Resolution of competitive situations*, apartado 8.3.

CONSECUENCIAS CIVILES POR INEXACTITUDES U OMISIONES DEL FOLLETO INFORMATIVO DE OPA/OPS

M.^a ROSA TAPIA SÁNCHEZ

*Doctora en Derecho.
Profesora de Derecho Mercantil.
Universidad Rey Juan Carlos*

SUMARIO

- I. PLANTEAMIENTO DE LA CUESTIÓN.
- II. LA POSIBLE ANULACIÓN DEL CONTRATO POR VICIOS DEL CONSENTIMIENTO Y LOS LÍMITES DIMANANTES DEL PRINCIPIO DE INTEGRIDAD DEL CAPITAL SOCIAL.
 - 1. Las inexactitudes susceptibles de provocar un vicio del consentimiento.**
 - A) El error.
 - B) El dolo.

III. LA RESPONSABILIDAD CIVIL DEL OFERENTE POR DEFICIENCIAS INFORMATIVAS DEL FOLLETO.

1. **Un supuesto de responsabilidad precontractual.**
 2. **El ejercicio de la acción de resarcimiento frente al oferente.**
 - A) La carga de la prueba.
 - B) La determinación y medida del daño resarcible.
 - C) El plazo para el ejercicio de la acción.
-

I. PLANTEAMIENTO DE LA CUESTIÓN

En las ofertas al público de acciones (OPS, OPV y OPA) las obligaciones informativas precontractuales se cumplen a través de la publicación del folleto informativo, y es éste el documento que contiene la voluntad negocial del oferente integrante del contenido de los futuros contratos de suscripción o adquisición de acciones. Las informaciones que contiene el folleto y que se hacen llegar a los destinatarios, en tanto se han de considerar veraces y completas, generan en éstos una confianza y expectativas merecedoras de protección, aun cuando los particulares contratos de suscripción o adquisición de acciones no lleguen a perfeccionarse. Por ello, el art. 17 del RD 219/1992 responsabiliza al oferente de la elaboración del folleto, compeliéndole a realizar las comprobaciones necesarias, a fin de que se asegure de la veracidad de su contenido y de que no se omita ningún dato relevante, ni que induzca a error.

Debe considerarse que el referido precepto nos sitúa ante una manifestación del principio de la buena fe precontractual que debe presidir el comportamiento de las partes que negocian⁽¹⁾, tanto en la fase de tratos preliminares como en la fase de oferta. Partiendo de esta base, la buena fe y veracidad de las informaciones ofrecidas a los inversores deberá referirse tanto a la información contenida en el folleto de oferta, como a la información ofrecida anteriormente (en la comunicación previa de OPS o en el folleto preliminar en caso de realizarse una “fase oficiosa” de la emisión), como a la que contienen los suplemen-

(1) Para ALONSO PÉREZ la buena fe precontractual significa comportamiento leal en las relaciones sociales, causa justificativa de la confianza y, al mismo tiempo, exigencia imprescindible en la conducta preparatoria del negocio. “La responsabilidad precontractual”, *RCDI*, 1971, p. 889. En el mismo sentido MORALES MORENO, A.M., “Comentario al art. 1266 del CC”, en *Comentarios al CC y Compilaciones forales*, dir. por M. Albaladejo y S. Díaz Alabart, T. XVII, Vol. 1-B, Madrid, 1993, pp. 307 y ss.

tos de folleto, aunque posteriormente estos errores u omisiones tengan una relevancia diferente⁽²⁾. En todo caso, será el folleto informativo, esto es, aquél en el que el proponente realiza su oferta de contrato de OPA o de OPS, el documento sobre el que se habrá de materializar el principio de veracidad de las informaciones ofrecidas a los inversores⁽³⁾.

La falta de previsiones específicas en el Derecho español sobre las repercusiones jurídico-civiles derivadas de las inexactitudes u omisiones del folleto (posible anulación de los contratos de compraventa de acciones resultantes y la indemnización por daños) ha propiciado *de lege lata*, siguiendo el ejemplo italiano, la elaboración doctrinal de una serie de criterios aplicables. Por lo que se refiere a la indemnización por daños derivados de las inexactitudes u omisiones del folleto, se ha partido de su consideración como un supuesto de responsabilidad por culpa *in contrahendo*. Sin embargo, la labor de adaptación a la normativa civil de responsabilidad ha tenido en España un inconveniente añadido, y es el de no contar con un precepto general sobre responsabilidad precontractual a modo de los arts. 1337 y 1338 del Codice Civile italiano. Este hecho obliga necesariamente a desplazar los supuestos de responsabilidad precontractual bien hacia las normas de la responsabilidad contractual, bien hacia la aquiliana según las circunstancias particulares. Lo cierto es que no existiendo unanimidad entre la doctrina civil en relación a este tema, ha resultado sumamente complicado establecer criterios seguros en relación a la responsabilidad civil del folleto.

De lege ferenda creemos que sería deseable el establecimiento por la normativa del Mercado de Valores de unas acciones indemnizatorias específicas para el supuesto de falsedades u omisiones en el contenido del folleto, tomando ejemplo del amplio abanico de posibilidades que nos ofrece el derecho comparado. La regulación norteamericana y del Reino Unido, partiendo del principio

(2) La doctrina considera que el deber de información se extiende a todo el período anterior a la perfección del contrato, y no termina con la publicación de la oferta, puesto que como afirma GÓMEZ CALLE, E., “los deberes de información, dicho simplifcadamente consisten en que, mientras se negocia, cada una de las partes está obligada a comunicar a la otra las circunstancias de que tenga (o debiera tener) conocimiento y que, de ser conocidas por la otra parte, le llevarían a no contratar o a no hacerlo en los mismos términos, siempre y cuando la ignorancia de esta última esté justificada”. En “Responsabilidad precontractual”, *EJB*, vol. IV, Madrid, 1995, p. 5959.

(3) El art. 18.2 del RD 291/1992 respecto del contenido necesario del folleto exige la reproducción de los documentos a que se refiere el art. 10 que describan la naturaleza y características de los valores, salvo que se trate de un folleto continuado, así como de los informes de auditoría y los estados financieros anexos, salvo que se trate de folleto reducido. Por lo tanto, debemos entender que los citados documentos forman parte integrante del folleto informativo y de la oferta, y en consecuencia quedan afectos por el deber de veracidad y buena fe precontractual.

general de que todo inversor que sufra un perjuicio económico por inexactitudes u omisiones del folleto tiene derecho a ser compensado por ello, ofrece una detallada regulación de las acciones que pueden ejercitarse ante tal situación (indemnizatorias, rescisorias), la legitimación activa y pasiva, la prueba y las excepciones que el demandado puede oponer, a la vez que se tipifica penalmente la utilización del folleto informativo⁽⁴⁾. No obstante, también en el Derecho inglés se admite con carácter general la responsabilidad extracontractual frente a cualquier persona que hubiere estado interesada por la inversión y hubiese sufrido un perjuicio por los defectos del folleto.

El modelo estadounidense muestra la ventaja de ser el que mejor sitúa al inversor-demandante por lo que se refiere a la carga de la prueba, debiendo éste probar únicamente que el folleto contenía errores u omisiones; mientras que corresponde al emisor-oferente probar que las inexactitudes u omisiones no son relevantes, no son la causa del daño o el demandante no las conocía. La carga probatoria que corresponde al demandante es mucho más pesada en el Derecho del Reino Unido, debiendo éste probar la relación causal entre daño y acto ilícito.

(4) En el Reino Unido se distingue, por un lado, la responsabilidad civil y penal derivada del incumplimiento de la obligación central de publicar y poner a disposición del público un folleto informativo antes de realizar cualquier ofrecimiento de valores al público, que incluye también los supuestos en que el folleto no se ajusta completamente a las exigencias de la *Regulations* o del *Listing Rules*, tanto en la forma como en su contenido, y cuyas consecuencias se contemplan en el apartado 16 de la *Public Offer Regulations* de 1995 y en la sección 156B de la FSA 1986. Por otro lado, prevé la normativa inglesa la responsabilidad que se deriva de las falsedades o errores contenidos en el folleto, contempladas en las secciones 150 a 152 FSA y en los apartados 13 a 15 de la *Regulations* de 1995, y que constituyen propiamente los vicios en la declaración de voluntad del oferente. No obstante, cabe además una acción rescisoria del contrato en el caso de falsedades fraudulentas o negligentes en el contenido del folleto, de acuerdo con los principios generales del *common law*. También podrá articularse una responsabilidad penal en aplicación de la sección 47 FSA y de la sección 19 de la *Theft Act*. 1968. DAVIES, P.L., *Gower's Principles of modern Company Law*, Londres, 1997, pp. 426 y ss.; PALMER, *Palmer's Company Law*, Londres, 2000, vol 1.º, pp. 5141 y ss.; FARRAR, J.H./HANNIGAN, B.M., *Farrar's Company Law*, Londres, 1998, pp. 557 y ss.; POWELL, J.L., *Issues and Offers of Company Securities: The New Regimes*, Londres, 1988, pp. 99 y ss.

En el Derecho estadounidense, la Sección 11.^a de la *Securities Act* de 1933 es la norma que ha de invocar el inversor contratante perjudicado por las inexactitudes u omisiones de un folleto registrado ante la SEC, para exigir responsabilidad civil por este hecho, a la vez que realiza una enumeración de las personas responsables y que pueden ser demandadas por inexactitudes u omisiones. COX, J.D.; HILLMAN, R.W.; LANGEVOORT, D.C., *Securities Regulation. Cases and Materials*, Boston-Toronto-Londres, 1995, Capítulo 9.; HAZEN, T.L., *Treatise on The Law of Securities Regulation*, vol. 1.º, Carolina del Norte (EE.UU.), 1995, p. 377; KENNETH LEHN/KAMPHUIS R.W., *Modernizing U.S. Securities regulation*, Nueva York, 1992, pp. 77 y ss.

Si por el contrario, lo que se pretende es la mayor protección del accionista-inversor, la responsabilidad solidaria del Derecho alemán de todas las personas participantes en la preparación y publicación del folleto parece ser el mejor exponente al respecto⁽⁵⁾; aunque la carga probatoria corresponde también al demandante, debiendo éste aportar prueba del desconocimiento de las omisiones o inexactitudes o de que ese desconocimiento no se debía a su negligencia grave.

Por lo que se refiere a la posible anulación de los contratos de suscripción o adquisición de acciones resultantes, tampoco la normativa especial hace referencia a las repercusiones civiles que las omisiones o inexactitudes del folleto pudieran ocasionar en las relaciones obligatorias surgidas entre oferente y cada inversor/aceptante. El vacío legal se ha intentado solventar en todos los ordenamientos examinados, y también en España, a través de la remisión global a las normas generales del Derecho Civil sobre vicios del consentimiento y anulabilidad de los negocios. No obstante, en el caso que nos ocupa, es necesario que la

(5) El § 13 VerkProspG. de 13 de diciembre de 1990, bajo el rótulo “folleto de venta incorrecto”, remite al régimen de responsabilidad de los §§ 44 a 47 de la BörsG. para el caso de informaciones incompletas o incorrectas de un folleto de venta. Este régimen ha sido modificado en último lugar por la Tercera Ley de Promoción del Mercado Financiero de 1998 (*Dritten Finanzmarktförderungs*) y por la Ley de 21 de junio de 2002, extendiendo la responsabilidad a los bancos colocadores de la emisión y ampliando los supuestos de responsabilidad de los emisores. El § 44 BörsG. establece la responsabilidad solidaria de todas las personas que hubiesen participado en la preparación y publicación del folleto por los daños y perjuicios que las informaciones falsas o las omisiones de hechos relevantes del folleto hubiesen ocasionado a los titulares de los valores adquiridos. La regulación de la BörsenG. se limita a los supuestos de responsabilidad contractual y no establece una lista de actos ilícitos o sujetos responsables —como se hace en el Derecho anglosajón—, sino cláusulas más amplias. Un análisis sobre las últimas reformas en materia de responsabilidad del folleto lo ofrecen KORT, M., “Neuere Entwicklungen im Recht der Börsenprospekthaftung (§§ 45 ff. BörsG) und der Börsenprospekthaftung (§ 77 BörsG)”, AG, 1, 1999, pp. 9 y ss.; GROß, W., “Die börsengesetzliche prospekthaftung”, AG, 5, 1999, pp. 199 y ss.; HAMANN, U., Kommentar §§ 45 y ss. BörsG., en *Kohlhammer Kommentare*, dir. por SCHÄFER, F.A., Düsseldorf, 1999, pp. 670 y ss.; SCHWARK, *Börsengetz Kommentar*, Munich, 1994, pp. 349 y ss.; ASSMANN, *Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrs flichten nach deutschem und US amerikanischem Rech*, Berlín, 1985; CLAUSEN, C.P., “Das neue Börsenaufsichtsrecht”, *Der Betrieb*, 1994, 19, pp. 969 y ss.; MAZZUCHELLI y URQUIJO, “Alemania: la emisión y comercialización de valores según la ley de folletos para la venta de títulos valores”, *RDBB*, 1994, pp. 1103 y ss.; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, La responsabilidad derivada del folleto informativo en la jurisprudencia alemana”, *RDBB*, 1994, I, pp. 217 y ss.; SCHÄFER, F.A., “Grundzüge des neuen Börsenrechts”, *ZIP*, 1987, II, pp. 953 y ss.; SCHWARK, E., “Zur Haftung der Emissionsbank bei Aktienemissionen -börsen, bilanz und gesellschaftsrechtliche Aspekte”, *ZGR*, 1983, n.º 2, pp. 162 y ss.; WIEDEMANN, H., “Kapitalanlegerschutz bei unrichtiger oder unvollständiger Information”, *ZGR*, 1980, pp. 130 y ss.

aplicación de las normas sobre anulabilidad de los negocios sea adecuadamente ponderada por los límites dimanantes del Derecho de Sociedades, respetando los principios de integridad y estabilidad del capital social. De esta manera, se llega a una armonización de los intereses particulares de los contratantes (sufridores de un vicio del consentimiento) con los distintos intereses sociales y de terceros (acreedores, trabajadores...) respecto de la nueva sociedad que ha aparecido en el tráfico o respecto de la nueva cifra de capital social.

La compatibilización de los distintos intereses en juego determinará que en ciertas ocasiones, pese a existir un vicio del consentimiento del que pueda derivarse la anulación del contrato de suscripción o adquisición de acciones, se otorgue preferencia a la conservación del negocio jurídico, debiendo orientarse los efectos jurídicos de la falta de veracidad del folleto exclusivamente hacia los cauces alternativos de la indemnización y/o la responsabilidad de administradores u oferentes. Y es precisamente este juego de intereses lo que determinará la aplicación con limitaciones de la Teoría general sobre anulabilidad de los contratos.

II. LA POSIBLE ANULACIÓN DEL CONTRATO POR VICIOS DEL CONSENTIMIENTO Y LOS LÍMITES DIMANANTES DEL PRINCIPIO DE INTEGRIDAD DEL CAPITAL SOCIAL

En la actual regulación sobre ofertas al público de valores (RD 291/1992 y RD 1197/1991), y debido a los propios límites del Derecho Administrativo, no se incluye ninguna referencia acerca de la validez de los negocios de suscripción/adquisición de valores resultantes de una oferta cuyo folleto informativo contiene deficiencias informativas. El actual art. 21.3 del RD 291/1992 nos sitúa ante inexactitudes u omisiones que dan lugar a vicios del consentimiento, pues impiden y perturban la formación del juicio completo y razonado sobre el emisor y las características de los valores que se ofrecen, sin que del referido art. 21.3 se puedan extraer consecuencias civiles al respecto. Tan sólo asimila este supuesto a la falta de registro del folleto a efectos administrativo-sancionadores. De igual forma, el art. 39 del RD 1197/1991 no regula los efectos civiles dimanantes de las inexactitudes informativas del folleto de OPA, remitiendo tan sólo al régimen de supervisión, inspección y sanción de la LMV. Esta situación de vacío legal es tradicional en nuestro derecho respecto de la falta de veracidad de las declaraciones contenidas en el programa fundacional de fundación sucesiva. En el art. 29 de la LSA de 1951 —inspirado en el art. 2339.3 del C.Civ. italiano de 1942— se establecía la responsabilidad solidaria de los promotores frente a la sociedad y frente a terceros por la veracidad de las declaraciones contenidas en el programa. El citado precepto pasa en los mismos términos al vigente art. 32 de la LSA de 1989, con la única salvedad de que la veracidad de las declaraciones va referida además en este último caso al folleto informativo.

Todos estos preceptos son coincidentes en no señalar las consecuencias en relación a la validez del negocio de suscripción y el tipo de responsabilidad (extracontractual o contractual) en que incurren los promotores por la falta de veracidad del programa. Tampoco la jurisprudencia ofreció criterios de orientación en este sentido, debido a la ausencia de supuestos de constitución de sociedades en forma sucesiva.

Ante semejante vacío legal, ha sido unánime entre nuestra doctrina el criterio de la remisión global a las normas generales sobre vicios del consentimiento del Código Civil ⁽⁶⁾, siendo ésta también la solución adoptada en el ámbito del derecho comparado ⁽⁷⁾ y en nuestro derecho precedente ⁽⁸⁾. Y no puede ser de otra manera, puesto que la técnica jurídica para declarar la nulidad relativa de los contratos de suscripción/adquisición de acciones, como la nulidad de cualquier negocio jurídico, no puede ser otra que la que determina la Teoría General del contrato. En consecuencia, las inexactitudes y omisiones de cierta importancia y que sean esenciales para la formación de un juicio correcto para el aceptante provocan en éste un vicio de su consentimiento (error o dolo

(6) A esta conclusión llega prácticamente la generalidad de la doctrina que ha abordado el tema de las inexactitudes del folleto de emisiones y OPVs. ALONSO UREBA, A., “Inexactitudes u omisiones en el contenido del folleto informativo con motivo de una emisión/oferta (en torno a los arts. 20 y 21 del RD 291/1992)”, *Estudios Jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, III, Madrid, 1996, pp. 3105 y ss.; DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, Madrid, 1998, pp. 441 y ss.; FERNÁNDEZ PÉREZ, N., *La protección jurídica del accionista inversor*, Pamplona, 2000, pp. 307 y ss.; RUBIO DE CASAS, M.G., “Comentario al art. 22 del RD 291/1992: suplementos del folleto”, en *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores*, dir. por Sánchez Calero, F., Madrid, 1995, pp. 517 y ss.; TAPIA HERMIDA, A.J., “Comentario a los arts. 19 a 33 de la LSA: De la fundación sucesiva”, en *Comentarios a la LSA* dirigidos por Sánchez Calero, F., T. I, Madrid, 1997, pp. 663 y ss.; R. PALA LAGUNA, llega a la misma conclusión, aunque encuentra dificultades en la aplicación de la teoría general de los vicios del consentimiento a los defectos informativos del folleto, debido a que no considera que la publicación del folleto informativo constituya una oferta en sentido técnico, sino una *invitatio ad offerendum*. Esta apreciación lleva a la autora a considerar que “antes de la fase de la adjudicación de las acciones, esto es, antes del concurso de la oferta y de la aceptación, cualquier error, falsedad o inexactitud... habrá de encauzarse por la vía que ofrece el art. 1902 del CC...” *Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones*, Madrid, 1997, pp. 211 y ss.

(7) Así en el Reino Unido se procede a la aplicación de la acción denominada “*Breach of contract*” procedente del “*Common law*”; en EE.UU. se aplica la “*Direct action*”, “*Derivative action*” o la “*Class action*” —ejercitadas también en base al “*Common law*”—. En Alemania, las acciones relativas a los vicios en las declaraciones de voluntad que contempla el BGB alemán (§§ 116 a 127); y en Italia, los arts. 1439 y ss. del C.Civ. italiano.

(8) Véase GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades Anónimas (según la ley de 17 de julio de 1951)*, Valladolid, 1952, pp. 129 y ss. GARRIGUES y URÍA, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*. T. I, Madrid, 1976, pp. 298 y ss.

del oferente/emitente de las acciones —en la OPS u OPV— o adquirente —en la OPA—, si en su conducta se aprecia propósito de engañar al futuro aceptante) determinante de la anulabilidad del negocio de suscripción/adquisición, conforme a los arts. 1265 y ss. de nuestro Código Civil.

Ahora bien, nosotros consideramos que la remisión a las normas civiles sobre anulabilidad por vicios del consentimiento, ha de ser solamente el punto de partida —bastante sólido por lo demás—, sobre el que cimentar a continuación, los supuestos de anulación del negocio por inexactitudes u omisiones en el folleto, debiendo además otorgarse la debida protección a otro tipo de intereses —no meramente contractuales— y que aparecen en el plano del Derecho de Sociedades y del Mercado de Valores⁽⁹⁾. Tratándose, las ofertas al público de valores, de procedimientos complejos en los que confluyen intereses de toda índole (particulares, sociales, de terceros), no es posible detenemos en la simple aplicación de la Teoría General del contrato si se quiere dar una respuesta adecuada a las situaciones que plantean en la práctica las inexactitudes u omisiones del folleto. Esta confluencia de intereses ya fue advertida por nuestra doctrina precedente en relación a los defectos del programa fundacional, quien tras reconocer que la suscripción de acciones, como toda declaración de voluntad, podía estar afectada de vicios (error, dolo), consideró que las consecuencias jurídicas de esta anomalía no habrían de derivar necesariamente hacia la nulidad de la suscripción, dada la naturaleza especialísima de dicha declaración de voluntad⁽¹⁰⁾.

La anulación de las suscripciones o adquisiciones trae como consecuencia la obligación de restitución de lo que las partes hubieran percibido —valores y precio con sus intereses— (art. 1303 CC), salvo que se dé alguno de los supues-

(9) GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades...*, cit., p. 138.

(10) En este sentido, parece más radical la postura de GARRIGUES y URÍA, quienes mantienen que “la naturaleza especialísima de las declaraciones de voluntad que tienden a la constitución de una S.A. induce a mantener la tesis de que si el suscriptor ha querido efectivamente suscribir las acciones, no puede impugnar su declaración por causa de error, ni de dolo, ni de cualquier otro vicio de su declaración. Esta declaración no está sólo dirigida a los promotores como personas particulares, sino que tiene por finalidad integrar el fundamento patrimonial de una corporación futura”, *ob. cit.*, p. 298.

La doctrina italiana contemporánea se mostró divergente respecto de la española en este sentido, al considerar plenamente aplicable la teoría general de la anulabilidad del contrato por vicios del consentimiento cuando el programa fundacional contiene informaciones falsas. BRUNETTI, *Trattato del diritto delle società*, vol. 2.º: *Società per azioni*, Milán, 1948, pp. 183 y ss. Tan sólo VIVANTE se muestra reticente a admitir la liberación de la obligación de aportación en el caso de declaración de voluntad viciada por dolo, pero las motivaciones son diversas a las de la doctrina española. VIVANTE partió de la consideración del promotor como un contratante a favor de tercero que arranca dolosamente el consentimiento de los suscriptores, tras lo cual éstos no podrán desvincularse de la sociedad, de los acreedores o del resto de los socios. *Trattato di Diritto Commerciale*, vol. II: *Le società commerciali*, Roma, 1923, p. 170.

tos previstos en el art. 1304 del CC ⁽¹¹⁾. Dado que estas operaciones inciden en el aspecto patrimonial de las sociedades, es posible que de hacerse realidad la obligación de restitución de las prestaciones, ésta produzca unas consecuencias frente a la sociedad, el resto de socios, los terceros acreedores y para el mercado en general, aún más nocivas que la propia inexactitud del folleto, máxime si se tiene en cuenta el largo plazo de ejercicio de la acción de anulabilidad, de cuatro años desde la consumación del contrato (art. 1301 del CC). Baste imaginar el supuesto de aumento de capital en que la anulación de algunos contratos de suscripción conllevaría la suscripción incompleta del aumento. Si además en el folleto no se hace la previsión expresa del art. 161 de la LSA, habría que declarar anulado el aumento que para esa fecha podría tener reflejo registral. Este capital podría incluso haberse tenido en cuenta de cara a la obtención de un crédito por la sociedad ⁽¹²⁾, muy normal en los supuestos de OPA con posterior fusión. También sería comprometida la situación a la que daría lugar la declaración de anulabilidad de varias transmisiones de acciones efectuadas en aceptación de una OPA, si el éxito de ésta se condicionó a la obtención de un número mínimo de valores (art. 30 del RD 1197/1991). El perjuicio en este caso tampoco se detendría en el ámbito de las partes, pues declarado el resultado negativo de la OPA, el resto de aceptantes, aun no habiendo impugnado sus respectivos negocios jurídicos, se verían obligados a volver a adquirir sus antiguos títulos y a mantener la posición de socio de minoría.

Todas estas repercusiones a nivel societario de la anulabilidad han de ser también tenidas en cuenta a la hora de proceder a una aplicación de la Teoría General del contrato, haciéndose necesario un criterio que, buscando el equilibrio de los distintos intereses en juego, determine a partir de qué momento no es posible invocar los vicios del consentimiento como causa de anulabilidad de las suscripciones/adquisiciones. Y es en este aspecto donde nosotros echamos en falta una disposición legal, obra del legislador mercantil, que fije los límites de la anulabilidad por inexactitudes del folleto, produciéndose un desplazamiento de la Teoría General del contrato cuando se haya alcanzado la finalidad de la operación perseguida desde el Derecho de Sociedades y el Derecho del Mercado de Valores.

Nuestra anterior doctrina, con la intención de determinar el momento en que ha de producirse el desplazamiento de las normas sobre Teoría General del

(11) Art. 1304 del CC: “Cuando la nulidad proceda de la incapacidad de uno de los contratantes, no está obligado el incapaz a restituir sino en cuanto se enriqueció con la cosa o precio que recibiera”.

(12) RUBIO DE CASAS, M.G., “Comentario a los arts. 19 y 22 del RD 219/1992”, en *Régimen Jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores*, Madrid, 1995, pp. 518 y ss.

contrato, en el supuesto de fundación sucesiva distingue entre los efectos de la impugnación por vicios invocados en el período precedente a la inscripción de la sociedad —en cuyo caso no hay inconveniente en admitir la anulabilidad del contrato de suscripción—⁽¹³⁾; y los efectos que tal impugnación produce tras la inscripción en el RM y la publicación de la sociedad. En este último caso no procedería la anulación de la suscripción, puesto que a ello se opone el principio de estabilidad e integridad del capital social que en interés de terceros y acreedores exige que el capital social permanezca intacto. De esta manera el suscriptor, aunque su declaración esté viciada, debería mantener la obligación asumida desde el momento en que la sociedad se inscribe⁽¹⁴⁾, negándosele la posibilidad de impugnarla por causa de dolo, error o cualquier otro vicio; y ello pese a que la nulidad de la suscripción no provocaría la nulidad de la sociedad, aspecto en el que también se produce una derogación en la aplicación de las normas civiles sobre nulidad de los contratos⁽¹⁵⁾. Así pues, aunque la validez de la sociedad no sea lo que esté en juego, el interés de terceros y socios en mantener la integridad patrimonial de la sociedad aconsejan el mantenimiento de las aportaciones sociales, lo cual sólo se consigue manteniendo la validez de las suscripciones. De esta forma, los efectos jurídicos por la falta de veracidad del programa fundacional se hacen derivar únicamente por el cauce de la indemnización de daños y perjuicios, reclamados a los promotores causantes de la suscripción viciada de dolo o error⁽¹⁶⁾.

Consideramos que esta solución es fácilmente extrapolable al resto de ofertas al público de acciones en que ha de valorarse hasta qué momento, en atención a los distintos intereses sociales o de terceros en juego, procede declarar la nulidad de un contrato de suscripción/adquisición de acciones por inexac-

(13) A tal efecto sugerían GARRIGUES y URÍA que si la acción se entabla antes de la inscripción en el RM, el demandante deberá solicitar, como medida cautelar, al amparo del art. 1428 LEC, que se oficie al registro a fin de impedir la inscripción y, si lo consigue, podrá reclamar la devolución de su aportación, *ob. cit.*, p. 299.

(14) Para GIRÓN sólo es excepcionable el supuesto de falta de capacidad por su interés público predominante. El autor traslada el mismo esquema también a las falsedades del programa de aumento de capital, apuntando por un lado que las consecuencias deben derivarse por la vía de la responsabilidad de los administradores, mientras que por otro lado hace referencia a los efectos sanatorios de la inscripción, *ult. ob. cit.*, pp. 130 y ss. y pp. 487 y ss.

(15) Contrariamente, en Francia, con anterioridad a la ley de 24 de julio de 1966, los vicios del consentimiento entrañaban la anulabilidad de la suscripción y ésta podía a su vez entrañar la anulabilidad de la sociedad hasta que se produce la modificación del art. 360 (operada por la Ord. n.º 69-1176 de 20 diciembre 1969 que determina que “en la S.A. y la S.R.L. la nulidad de la sociedad no puede resultar de un vicio del consentimiento, ni de una incapacidad”).

(16) GARRIGUES-URÍA, *ult. ob. cit.*, p. 299.

titudes u omisiones esenciales del folleto. Así, creemos que en el caso de las emisiones por aumento de la cifra de capital el límite habríamos de situarlo en el momento en que la inscripción del aumento de capital tiene lugar, momento a partir del cual no debería admitirse la anulabilidad de las suscripciones; y en consecuencia los efectos provocados por los vicios del consentimiento derivados de inexactitudes del folleto habrán de librarse en el terreno del resarcimiento por daños y perjuicios y/o la responsabilidad de los administradores⁽¹⁷⁾. En el caso de las aceptaciones a la OPA, los límites de su impugnabilidad deberían situarse en el momento en que se produce la publicación del resultado de la oferta tras haberse procedido a la liquidación de la misma conforme a las reglas de distribución y prorrateo de las acciones del art. 29 del RD 1197/1991.

Así pues, bastaría a nuestro juicio con que la normativa especial del Mercado de Valores concretase los límites a la posible anulación de los contratos por inexactitudes u omisiones del folleto para cada procedimiento con ofrecimiento al público de acciones, con el objeto de que las normas del CC sobre anulabilidad de los negocios puedan ser aplicadas dentro de estos límites fijados, en atención a la protección de los intereses sociales y de terceros.

1. Las inexactitudes susceptibles de provocar un vicio del consentimiento

No todas las inexactitudes del folleto pueden incidir en la validez y eficacia del contrato de compraventa de valores. Debemos, en primer lugar, diferenciar las verdaderas falsedades del contenido del folleto de otros supuestos que, aunque inicialmente pudieran parecer inexactitudes susceptibles de provocar un vicio del consentimiento, se trata en realidad de incumplimientos de las obligaciones asumidas en la declaración de voluntad del proponente, que conforme al art. 1124 del CC, facultan al aceptante para elegir entre exigir el cumplimiento o pedir la resolución con el resarcimiento del daño. Aquí deberían reconducirse todos los supuestos en que se produce un incumplimiento del procedimiento de

(17) Es aquí donde las opiniones de GIRÓN y GARRIGUES y URÍA sobre las consecuencias por vicios del consentimiento en el procedimiento de fundación sucesiva deben recordar toda validez y extenderse al resto de ofertas públicas de valores. A.J. TAPIA HERMIDA acoge la tesis de GARRIGUES y URÍA, considerando que es válida también en relación al actual procedimiento de fundación sucesiva, pero considera que los límites a la anulabilidad de las suscripciones por vicios del consentimiento traen causa en la no vulneración del carácter taxativo de las causas de nulidad de una S.A. inscrita en el R.M. (art. 34 de la LSA), argumento que no consideramos muy seguro. Ult. "Comentario a los arts. 19 a 33 de la LSA. (De la fundación sucesiva)", en *Comentarios a la LSA*, dirigidos por F. Sánchez Calero, T. I: *Disposiciones generales, fundación de la sociedad y aportaciones*, Madrid, 1997, p. 663.

colocación previsto, de los plazos, del sistema de adjudicación, o no se cumple correctamente con la obligación de entrega de los valores ⁽¹⁸⁾.

Las inexactitudes u omisiones que pueden incidir en la validez y eficacia del contrato de compraventa de acciones son aquellas que afectan al contenido mínimo fijado legalmente en el art. 18 del RD 219/1992 para el folleto de OPS-OPV y en el art. 15 del RD 1197/1991 para el folleto de OPA, referidas en términos generales a la naturaleza y características de los valores que se ofrecen comprar o vender, al oferente y a su actividad. Se trata de informaciones que, al recaer sobre aspectos económicos y jurídicos relevantes, se consideran esenciales de cara a la formación de un juicio completo y razonado en los destinatarios de la oferta. Sus inexactitudes afectarán de forma directa al juicio del destinatario, pues de haber sido conocidas por éste probablemente hubiese adoptado otra decisión. No pueden considerarse inexactitudes los supuestos dirigidos a eludir una prohibición legal, como pudiera ser la constitución de una sociedad con objeto social ilícito, respecto de los que únicamente cabría predicar la nulidad radical conforme al art. 6.3 del CC ⁽¹⁹⁾.

El RD 291/1992 distingue este tipo de inexactitudes capaces de afectar a la validez del contrato de compraventa de valores y que el art. 21.3 —dado su carácter esencial—, asimila a la falta de registro del folleto, de otro tipo de inexactitudes u omisiones de menor importancia o no esenciales —a que se refiere el art. 17.2 del RD 291/1992— y que sólo producen como efecto la inoponibilidad de los datos a que se refieren respecto del inversor de buena fe ⁽²⁰⁾. También el Código Civil hace distinción entre el error esencial, invalidante del consentimiento, y el no esencial (art. 1266), considerando que el primero sólo puede apreciarse “cuando recae sobre la cosa objeto del contrato o sobre aquellas condiciones de ésta que hubiesen motivado principalmente a la celebración del contrato”. En clave de folleto informativo, consideraremos que existe un error esencial cuando éste va referido a las cualidades y características de los valores que se ofrecen (especialmente el precio y datos sobre la rentabilidad de los valores...) y a las condiciones en que se va a realizar la operación de adquisición o venta del mismo (procedimiento de colocación, sistema de adju-

(18) DE CARLOS BERTRÁN, *ob. cit.*, pp. 441 y ss.

(19) Art. 6.3 del CC: “Los actos contrarios a las normas imperativas y a las prohibitivas son nulos de pleno derecho, salvo que en ellas se establezca un efecto distinto para el caso de contravención”.

(20) A diferencia de las anteriores, estas inexactitudes u omisiones de menor relevancia, que no inciden en la formación de un juicio completo y razonado por el inversor, son las que dan lugar a la obligación de suplementar el folleto. Véase RUBIO DE CASAS, M.G., *ob. cit.*, pp. 506 y ss.

dicación de los valores...). Si a esto añadimos la intención de engañar por parte del oferente, nos situaríamos ante un supuesto de dolo regulado en el art. 1270 del Código Civil.

Este mismo criterio en relación a las inexactitudes “relevantes”, seguido también en otros ordenamientos ⁽²¹⁾, puede igualmente aplicarse a las inexactitudes del folleto de OPA. No obstante, las particularidades de contenido del folleto de OPA y las propias de este procedimiento hacen que nos cuestionemos si determinadas inexactitudes del mismo son susceptibles de provocar un vicio del consentimiento. En primer lugar, y puesto que en el folleto de OPA se obliga a incluir información sobre los planes futuros de la sociedad (art. 15.1.IV del RD 1197/1991), es cuestionable la posibilidad de anular el contrato cuando posteriormente la sociedad incumple las citadas previsiones (p. ej. si la sociedad después no lleva a cabo los negocios que tenía proyectados, o si lleva a cabo su actividad social contratando con sujetos distintos) ⁽²²⁾. La complejidad de los supuestos que dicha cuestión plantea requiere que la respuesta sea matizada. En principio, para poder hablar de inexactitudes, las informaciones han de ser inciertas ya desde el momento en que el folleto se registra. Es decir, sólo si la sociedad hace constar en el folleto unas previsiones distintas a las reales en el momento de registrarse el folleto con el propósito de engañar, estaríamos en presencia de inexactitudes invalidantes del consentimiento. Pero, no podríamos atribuir la calificación de inexactitudes referidas a los planes de actividad de la sociedad, cuando son debidas a una decisión posterior de la sociedad por la que introduce modificaciones en sus actividades futuras.

Un tratamiento aparte merecen las OPAs obligatorias con finalidades específicas (OPA en caso de exclusión de la cotización y la OPA en caso de reducción del capital social) a que se refieren los arts. 7 y 9 del RD 1197/1991. En estos casos, puesto que las previsiones futuras (excluir a la sociedad de la

(21) Así en Italia, en aplicación de los arts. 1439 y 1440 C.Civ. sólo se permite la anulabilidad del contrato de suscripción cuando la inexactitud u omisión del programa fundacional o folleto es determinante para que el suscriptor se decida a aceptar. El § 45 BörsG también exige que las informaciones falsas o las omisiones del folleto sean “relevantes”. El dato de la relevancia o esencialidad de la falsedad u omisión se introduce como presupuesto de la responsabilidad en el Reino Unido desde la *Directors Liability Act* de 1890.

(22) Al respecto ZURITA llega a la conclusión de que en el derecho comparado anterior a 1980, bastantes reglamentaciones en materia de OPA imponen al oferente la obligación de informar a los destinatarios de la misma sobre sus planes futuros relacionados con la afectada... facultando, al destinatario de la OPA para pedir la anulación del contrato en los casos en que, aun por negligencia, el oferente haya incumplido sus deberes de información completa y exacta. Esta es una de las razones en las que se basa ZURITA para considerar que los contratos perfeccionados entre el autor de la OPA y los destinatarios funcionan de forma similar a los contratos “*uberrimae fidei*”. *La oferta pública de adquisición (OPA)*, Madrid, 1980, p. 401.

cotización o reducir su capital social), que se hacen constar en el folleto de OPA, se configuran como obligaciones del contrato vinculadas a la OPA, su incumplimiento situará al aceptante ante la opción a que le faculta el art. 1124 del CC por incumplimiento del contrato, no constituyendo en ningún caso inexactitudes del folleto.

En segundo lugar, es cuestionable si existe una inexactitud “relevante”, cuando ésta proviene del informe que obligatoriamente ha de emitir la sociedad afectada (art. 20 del RD 1197/1991)⁽²³⁾. Al igual que ocurre en el derecho comparado⁽²⁴⁾, el hecho de que la información inexacta proceda de un sujeto distinto a las partes no impide declarar la anulabilidad del contrato, siempre que la inexactitud recaiga sobre un elemento esencial del contrato, es decir, sobre el contenido mínimo legal exigido en el folleto. Tal es el caso, por ejemplo, de los informes de auditoría de cuentas; pero no así del informe de los administradores de la sociedad afectada, puesto que el citado documento no se integra en el contenido del folleto. Paradójicamente el art. 20 exige que los administradores de la afectada informen sobre uno de los aspectos también requeridos en el folleto informativo —en concreto sobre si existe algún acuerdo entre la sociedad afectada y el oferente, o entre éste y los miembros del órgano de administración de aquélla [art. 15.1 g)]—. Esta duplicidad informativa tiene su fundamento en el ofrecimiento a los destinatarios de la OPA de una información contrastada por los sujetos afectados —a la vez que sirve para determinar si se trata de una OPA hostil o amigable— lo cual es sinónimo de una mayor garantía de veracidad. Pero de existir divergencia entre ambas fuentes, sólo las inexactitudes que provengan de la información aportada por el oferente serán constitutivas de error o dolo⁽²⁵⁾.

A) El error

Las inexactitudes u omisiones del folleto que provocan en el inversor/destinatario una falsa representación del contrato que se le propone, determinan la

(23) Al respecto puede verse DE CARLOS BERTRÁN, “Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada y limitaciones a su actuación durante la OPA”, *RDBB*, n.º 46, 1992, pp. 523 y ss.

(24) En el Reino Unido, la sección 2 de la *Misrepresentation Act* de 1967 extiende la responsabilidad no sólo a las inexactitudes u omisiones que contiene el propio folleto, sino también a la de cualquier otro documento emitido por sujeto distinto del proponente en conexión con la oferta.

(25) A esta misma solución parece que implícitamente llega ZURITA cuando señala que “los incumplimientos del deber de informar de los administradores de la sociedad afectada facultan a los destinatarios de la OPA para reclamar daños y perjuicios a la sociedad afectada y en algunos supuestos a los propios administradores personalmente, *ob. cit.*, p. 402.

existencia de un “error propio” susceptible de producir la anulación del contrato de compraventa de acciones ⁽²⁶⁾. El error supone insatisfacción del interés del inversor-contratante al producirse una alteración de la organización contractual que este sujeto internamente se había representado al emitir su declaración de voluntad. El inversor que sufre un error en relación a las características y cualidades de los valores que son objeto del contrato ve alterada su pretensión contractual, aunque tal error no ha de conectarse, necesariamente, con una lesión económica. El error puede venir referido a cualidades de los valores ofrecidos, cuya ausencia o alteración no implique un menor valor objetivo del mismo, y no por ello deja de existir el error; aunque en muchas ocasiones se produzca también la conexión entre error y lesión. No obstante, conforme a la moderna concepción del error, lo que realmente determina su existencia es la falta de equivalencia subjetiva de las prestaciones contractuales o la insatisfacción del interés subjetivo del contratante que sufre el error ⁽²⁷⁾.

La consideración del error como un vicio de la voluntad no impide que éste pueda ser tratado simultáneamente como un criterio de reparto del riesgo, conforme al que es preceptivo tomar en consideración, no sólo el interés del sujeto que lo ha padecido (el inversor-destinatario), sino el conjunto de los intereses presentes en el problema ⁽²⁸⁾. El tratar el problema del error como un problema

(26) Ya desde SAVIGNY se distingue entre error propio o error vicio de la voluntad y el error impropio o error obstativo. Este último existe cuando la voluntad se ha formado correctamente sobre un exacto conocimiento de la realidad y la equivocación se produce al transmitir o declarar esa voluntad. Las inexactitudes del folleto constituyen un error propio ya que la voluntad ha sido viciosamente formada sobre la base de un inexacto conocimiento de la realidad. DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, T. I, Madrid, 1993, p. 179; DE CASTRO y BRAVO, *El negocio jurídico* (reimpresión), Madrid, 1991, p. 121; MORALES MORENO, A.M., *El error en los contratos*, Madrid, 1988, pp. 75 y ss.

(27) Afirma A.M. MORALES MORENO, que en el derecho moderno en un buen número de ordenamientos se ha superado ya la antigua equivalencia que conectaba el error con la lesión, entendida ésta como la falta de equivalencia de las prestaciones contractuales en los contratos con obligaciones recíprocas. Esta idea se supera como consecuencia de la convergencia de dos razones distintas. Primera, la función que se asigna a la voluntad en el contrato, al considerarse que la voluntad es la medida de la justicia contractual. Y segunda, el liberalismo económico, donde las cosas no tienen un justo precio. En consecuencia, el error que pueda sufrir un contratante acerca del valor del objeto que adquiere, aunque rompa la equivalencia objetiva, no tiene relevancia jurídica. Para MORALES lo que caracteriza al error es la falta de equivalencia subjetiva, lo que a veces implica repercusiones económicas y otras no. *El error en los contratos*, Madrid, 1988, pp. 80 y ss.

(28) MORALES MORENO considera que el concepto del error como vicio de la voluntad tiene un valor sistematizador y aproximativo, pero carece de un contenido normativo preciso, que pueda permitir operar con él en la solución de los problemas concretos. *El error...*, *cit.*, pp. 97 y ss.

de reparto de riesgo permite un análisis más ajustado de los intereses en conflicto, y una diversificación de las soluciones, en función de las diferentes situaciones concretas en que el mismo aparecen⁽²⁹⁾.

Así pues, en el supuesto de error sufrido por un inversor como consecuencia de inexactitudes u omisiones del folleto habrá de valorarse los siguientes intereses. En primer lugar, el interés del inversor que ha padecido el error y que puede ser satisfecho de dos maneras: mediante su desvinculación del contrato (anulación), o mediante la transformación o modificación del contrato, de manera que el mismo deje de ser lesivo para el inversor. Esta segunda alternativa puede ser incluso más beneficiosa para los aceptantes de una OPA, cuya desvinculación del contrato de adquisición de acciones, significaría para ellos el seguir manteniendo la posición de socio de minoría. En segundo lugar, aparece el interés del sujeto oferente consistente en que se mantenga la situación creada por el contrato. En la OPA que tiene por objeto adquirir el control de una sociedad, la modificación de estatutos de la sociedad afectada o su exclusión de la cotización, la anulación de los contratos de adquisición supondría para la sociedad opante la no consecución de las citadas finalidades. Y en tercer lugar se halla el interés del tráfico, ya que la anulación del contrato se proyecta sobre terceros⁽³⁰⁾. Este es el caso en que el nuevo capital se tenga en cuenta de cara a la obtención de un crédito por la sociedad.

La complejidad de intereses a que dan lugar estas operaciones (OPA, OPS, OPV) no permite que el error provocado por las inexactitudes u omisiones del folleto pueda mantenerse siempre en la pura teoría de los vicios del consentimiento, donde la regla general es la impugnabilidad de los contratos.

Cuando, en atención a las particulares circunstancias, el error deba ser considerado como simple vicio del consentimiento sobre la base del art. 1266 del CC, la doctrina moderna⁽³¹⁾ ha considerado que deben concurrir dos condi-

(29) MORALES MORENO, *El error...*, cit., p. 96. También DÍEZ-PICAZO ha afirmado que la “relevancia o irrelevancia del error sólo puede decidirse examinando el conflicto de intereses existente entre las partes...”, y añade que “el problema rigurosamente planteado puede expresarse así: en qué casos es justo que el equivocado se desligue y en qué casos es justo que pese a la equivocación continúe vinculado”. *Fundamentos de derecho...*, cit., pp. 120 y ss.

(30) MORALES MORENO, *El error...*, cit., pp. 100 y ss.

(31) DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos...*, cit., p. 182. GARCÍA RUBIO, *La responsabilidad precontractual en el Derecho español*, Madrid, 1991, pp. 158 y ss. También la jurisprudencia ha contribuido a reelaborar el concepto de error. Al respecto ha sido particularmente significativa la STS de 20 de noviembre de 1989 en la que se determinan los requisitos que deben concurrir en el error del consentimiento invalidante del contrato.

ciones indispensables para que el error pueda invalidar el contrato celebrado: la esencialidad y la excusabilidad.

La esencialidad del error se produce cuando la inexactitud u omisión del folleto de OPS/OPA recae sobre el contenido mínimo esencial de éste recogido en el art 18 del RD 291/1992 (OPS) o en el art. 15 del RD 1197/1991 (OPA), no siendo la esencialidad un elemento que dependa sólo de la valoración subjetiva de quien sufre el error⁽³²⁾. En el caso del folleto informativo contamos con un importante criterio objetivo en la determinación de la esencialidad del error que es el contenido mínimo del folleto de OPA/OPS reglamentariamente señalado. Se considera que la inexactitud u omisión del folleto que verse sobre el contenido mínimo que señala la normativa especial tiene una importancia decisiva para la celebración del contrato de compraventa de acciones, para quien alegue el vicio y ha de ser considerado contenido esencial del contrato. En definitiva, la esencialidad se cumple cuando no son exactas y reales las cualidades y características que determinan la apreciación de los valores y de la operación⁽³³⁾, es decir, cuando las inexactitudes u omisiones tienen el carácter de “relevantes”, según hemos señalado en el apartado anterior.

La excusabilidad del error se refiere al hecho de que éste no pudo ser evitado por la parte que lo sufre empleando una diligencia media⁽³⁴⁾. El carácter excusable del error se vincula a la confianza suscitada entre las partes del con-

(32) En relación a la manera de apreciar el carácter esencial del error en el derecho español, confluyen criterios de apreciación subjetiva con criterios objetivos. Así, MORALES MORENO, A.M. considera que “el dato respecto al que existe el error ha de ser estimado de importancia decisiva para la celebración del negocio, para quien alegue el vicio y, además, en sí mismo, pueda ser considerado base del negocio (condición *sine qua non*), teniendo en cuenta lo que resulte expresa o tácitamente de la conducta de quien o quienes hayan dado lugar al negocio. *El error...*, cit., p. 197. Ya antes DE CASTRO Y BRAVO había manifestado que la esencialidad del error se deriva de la creencia inexacta por parte de quien lo sufre, respecto de algún dato que se ha de valorar como motivo principal del negocio, *ob. cit.* p. 109.

(33) Aunque el art. 1266 del CC parece permitir la distinción entre error en el objeto y error en la persona, como errores invalidantes del consentimiento contractual, ya que su párrafo 1.º habla del error que recae sobre la sustancia de la cosa que fuera objeto del contrato, mientras que su párrafo 2.º menciona el error sobre la persona; sólo creemos relevante en relación al folleto informativo el primero de ellos, puesto que no es fácil imaginar un supuesto en el que se produzca un error en la persona.

(34) Para DÍEZ-PICAZO la función básica del requisito de la excusabilidad es impedir que el ordenamiento proteja a quien ha padecido el error, cuando éste no merece esta protección por su conducta negligente, *ob. cit.*, p. 184; DE CASTRO Y BRAVO, *ob. cit.*, p. 115. MORALES MORENO, *El error...*, cit., p. 217.

trato, derivada del deber de información que emana de la buena fe⁽³⁵⁾. Cada parte debe informarse de las circunstancias y condiciones que le son esenciales, teniendo en cuenta que en la OPA/OPS es al oferente/emisor a quien normalmente compete revelar toda la información acerca de los valores (art. 28 LMV). No obstante, el nivel de diligencia exigido al inversor/destinatario que sufre el error es variable en función de las condiciones propias de las personas⁽³⁶⁾. Es exigible mayor diligencia cuando se trata de un profesional o experto (inversor-institucional), que cuando se trata de persona inexperta (inversor-ahorrador), de tal manera que las alegaciones de error realizadas por esta última quizá no sean invocables por las primeras.

El error esencial se vincula por el Código a la anulabilidad del contrato (art. 1266.1), mientras que el error no esencial se vincula sólo a su corrección (art. 1266.3), pero en ningún caso se impide la corrección de la inexactitud que da lugar a un error esencial. En relación al folleto informativo también el RD 291/1992 se manifiesta en términos semejantes, anudando la obligación de suplementar sólo a las inexactitudes u omisiones menos relevantes a que se refiere el art. 17.2 del RD⁽³⁷⁾. Ahora bien, este orden de cosas no implica que el oferente no pueda corregir las inexactitudes que den lugar a un error esencial una vez que haya conocido esta circunstancia. A nuestro juicio, el deber de suplementar el folleto a que hace referencia el art. 23.3 del RD no sólo es procedente en los casos de inexactitudes menos importantes —en estos casos también es obligatorio—; sino también en los casos de inexactitudes relevantes que den lugar a un error esencial.

(35) RUBIO DE CASAS, M.G., *ob. cit.*, p. 515. Así afirma MORALES MORENO que la buena fe obliga a no aprovecharse del error del otro contratante. Se aprovecha del error ajeno el que conociendo su existencia no lo desvela para tener así una posición más ventajosa. Esta conducta, calificada de “reticencia dolosa”, escapa del ámbito propio del error para asimilarse al dolo. *El error...*, *cit.*, p. 230. También el mismo autor en “Comentario al art. 1269 y 1270 del CC”, en *Comentarios al CC y compilaciones forales*, dir. por M. Albaladejo y S. Díaz Alabart, T. XVII, vol. 1-B, Madrid, 1993, pp. 378 y ss.

(36) DÍEZ-PICAZO, *ob. cit.*, p. 184.

(37) Al menos a esta conclusión llega la doctrina que ha analizado la obligación de suplementar. Para M.G. RUBIO DE CASAS, no es posible entender que puedan corregirse mediante el registro de un suplemento las inexactitudes previstas en el art. 21.1 del RD 291/1992 (en su dicción anterior a la reforma de 18 de diciembre de 1998), es decir aquellas que impidan o perturben la formación de un juicio completo y razonado asimilables a la ausencia de registro del folleto porque “su presencia en el folleto lo vicia de tal forma que la norma lo aniquila, lo tiene por inexistente. De considerar que las inexactitudes al folleto inicial puedan ser corregidas mediante un suplemento, se daría el caso paradójico de que registrado el folleto por la CNMV y descubiertas las inexactitudes por ésta ¡podría advertir de ello al emisor para su corrección mediante un suplemento!”, *ob. cit.*, p. 506.

Con ello se da aplicación, nuevamente, al “principio de conservación del negocio jurídico”, en cuya virtud siempre que sea posible debe procurarse salvar el negocio⁽³⁸⁾. Teniendo en cuenta que las particularidades societarias de estos procedimientos aconsejan que, en atención a la existencia de otros intereses que no son los estrictamente privados, se tienda a una aplicación restrictiva del instituto de la anulabilidad, debe entenderse que la ampliación del ámbito en que la corrección pueda tener lugar siempre es una medida conservativa del negocio jurídico. Este parece ser también el interés que inspiró al legislador en la reforma de 18 de diciembre de 1998 a introducir en el RD 291/1992, el nuevo art. 21.2 del RD que establece lo siguiente: “*Sin perjuicio de las responsabilidades que puedan derivarse del incumplimiento de los requisitos previstos en el art. 5 de este Real Decreto, y siempre que no haya finalizado el período de colocación de la emisión u oferta pública, podrá admitirse por la CNMV el registro extemporáneo de los documentos previstos en dicho precepto*”. La falta de los documentos a que se refiere el art. 5 provocaría nada menos que la inexistencia misma de la oferta (pues entre los referidos documentos está el propio folleto informativo), y sin embargo se admite el registro extemporáneo de los mismos, aunque no se asegura que con ello desaparezcan las causas de impugnación de los contratos de compraventa de acciones.

En definitiva, la corrección del error esencial mientras dura el período de oferta hace que éste desaparezca respecto de los inversores que aceptaron con posterioridad a la corrección, mientras que fundamenta la invocación del error por quienes hubieran aceptado la oferta con anterioridad. Pero lo más importante es que en virtud de la corrección podría, no obstante, producirse la confirmación expresa o tácita del negocio, conforme a los arts. 1310 y 1311 del CC⁽³⁹⁾, cuando, una vez conocida la corrección por quien sufría el error, procede éste a realizar un acto que implique necesariamente la voluntad de renunciar a la impugnación del contrato⁽⁴⁰⁾. Se entiende que tal acto tiene lugar cuando el titular de la acción de impugnación, conociendo la causa de anulación y habiendo ésta cesado, procede a iniciar la ejecución voluntaria de las obligaciones

(38) ALBALADEJO, M., *Derecho Civil, I, Introducción y parte general*, vol. 2.º, Barcelona, 1985, p. 466. DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos...*, cit., p. 370.

(39) Conforme al art. 1311 del CC se entiende que hay confirmación tácita cuando, con conocimiento de la causa de nulidad y habiendo ésta cesado, el que tuviese derecho a invocarla ejecutase un acto que implique necesariamente la voluntad de renunciarla.

(40) Como ha advertido ALBALADEJO la convalidación no elimina la causa de impugnabilidad, sino sólo sus efectos. Es decir, la corrección de las inexactitudes que dan lugar al error no elimina el error sufrido al celebrarse el contrato, pero sí produce la extinción del derecho de impugnación y la correspondiente acción, *ob. cit.*, pp. 473 y ss.

nacidas del contrato ⁽⁴¹⁾; es decir, cuando el propio inversor, tras conocer el error esencial a que da lugar una inexactitud u omisión del folleto y tras su corrección mediante la publicación de un suplemento, desembolsa el valor de las acciones suscritas.

De igual forma, las inexactitudes u omisiones del folleto de OPA que diesen lugar a un error esencial no han de desembocar necesariamente en la anulación de todos los negocios de adquisición de acciones; pues cabe la posibilidad de que se produzca la confirmación expresa de los mismos cuando el opante procede a la corrección del error, a través de un suplemento publicado durante el período de vigencia de la oferta, y los aceptantes emiten una declaración expresa de confirmación, sujeta a los mismos requisitos establecidos para la primera aceptación. Podría igualmente producirse la confirmación tácita de los contratos de adquisición de acciones, cuando los aceptantes, tras conocer la corrección del error a través del suplemento, en lugar de proceder al ejercicio de la acción de impugnación, realizan el depósito de los títulos.

B) El dolo

Cuando las falsedades del folleto traen consecuencia en la intención dolosa o el propósito de engañar por parte de quien realiza la oferta de OPS/OPA estamos ante un supuesto de dolo regulado en el art. 1269 del CC y ss. La intención o propósito de engaño del emisor/oferente es uno de los elementos constitutivos del dolo *in contrahendo*, y está dirigido a producir en el inversor/destinatario una representación mental errónea sobre el contrato que se le propone. Aunque el resultado del dolo siempre es un error, hay una diferencia importante en el tratamiento jurídico de uno y otro supuesto: mientras en el error se valora ante todo la formación de la voluntad de la parte equivocada (en este caso del inversor/destinatario) y su falta de culpabilidad en el error en el dolo, por el contrario, cobra preferencia la conducta de la parte causante del engaño (emisor/oferente). En este sentido, no es necesario que en la aptitud del oferente que publica un folleto inexacto o incompleto concorra una específica intención de causar un daño o perjuicio, sino que basta con la intención de engaño (p. ej. si se miente o silencia datos sobre los planes futuros de la socie-

(41) Para DÍEZ-PICAZO existe confirmación tácita cuando se produce cualquier comportamiento concluyente del titular de la acción de impugnación que resulte incompatible con el ejercicio de esta misma acción, *ob. cit.*, p. 475.

No obstante, matiza L.H. CLAVERÍA GONSÁLVEZ, que si conociendo el motivo de la anulabilidad y habiendo ésta cesado, el legitimado para invocarla ejecuta un acto que lógicamente implica intención de no hacerlo, pero advierte que su comportamiento no debe ser reputado como confirmación; tal conducta carece de propio valor confirmatorio. *La confirmación del contrato anulable*, Studia Albortiana, Bolonia, 1977, pp. 229 y ss.

dad o sobre determinadas características del emisor/oferente)⁽⁴²⁾. A tal efecto deberá probarse por el inversor/aceptante el hecho de que las falsedades u omisiones del folleto han sido producidas como consecuencia de una actuación dolosa del oferente, prueba bastante difícil cuando de un inversor-ahorrador se trata.

Junto al requisito de la intención de engaño, deberán concurrir también para que pueda estimarse que existe un consentimiento viciado por dolo que permita la impugnación del contrato: la existencia de un acto ilícito (la inexactitud u omisión concreta); ha de tratarse de dolo grave (que recaiga sobre los elementos esenciales)⁽⁴³⁾; y que no haya sido empleado por las dos partes contratantes (supuesto bastante improbable en las ofertas de valores). El concepto de acto ilícito que se concreta en el empleo de palabras o maquinaciones (actos) insidiosas, es inclusivo de la reticencia o dolo negativo⁽⁴⁴⁾, por lo que no se plantea ningún inconveniente de cara a considerar que las omisiones dolosas del folleto, por las que se silencian hechos o circunstancias determinantes para la celebración del contrato, puedan igualmente invalidar el mismo.

No obstante, también ha de existir en el supuesto de dolo un límite temporal a partir del cual no procede ya apreciar la anulación de los contratos en función de las graves consecuencias que este hecho provocaría sobre el tráfico (sobre terceros). Y al igual que hiciéramos con el error, debemos aquí de nuevo cuestionarnos sobre la posibilidad de que se produzca la extinción de la acción de impugnación mediante la confirmación del contrato por parte del inversor/aceptante que ha sufrido el dolo en la formación de su consentimiento. Desde el

(42) Aunque sobre este extremo se ha dudado, DÍEZ-PICAZO mantiene que para la existencia de dolo no es necesaria la específica intención de dañar a otro, y basta que se infrinja, de una manera consciente y voluntaria, un deber jurídico que pesa sobre el que actúa. Así define el dolo como la realización consciente y voluntaria de un acto antijurídico. *Fundamentos...*, cit., p. 171. Anteriormente DE CASTRO y BRAVO, *ob. cit.*, p. 151. También MORALES MORENO, *Comentario al art. 1269...*, cit., pp. 383 y ss.

(43) Frente al dolo grave se sitúa el llamado “dolo incidental”, que conforme al art. 1270 del CC sólo obliga al que lo empleó a indemnizar daños y perjuicios, sin que, por tanto, pueda sustentarse una acción de anulabilidad en este tipo de dolo. Al respecto puede verse MORALES MORENO, *Comentario al art. 1269...*, cit., pp. 402 y ss.

(44) Para DÍEZ-PICAZO, aunque el art. 1269 del CC caracteriza al dolo como una insidia obtenida a través de un instrumento positivo (palabras o maquinaciones), para decidir si en la pura reticencia o en el puro silencio existe o no dolo, debe valorarse sobre todo hasta qué punto es lícito o ilícito el silencio y hasta qué punto puede ser considerado como artificio. Se trata de saber si por el conjunto de circunstancias que rodean al contrato, la ocultación merece la consideración de insidia, lo que en algunos casos ha de recibir una respuesta positiva. Este fue el criterio que el TS parece haber seguido en la sentencia de 26 octubre de 1981 citada por DÍEZ-PICAZO. *Fundamentos...*, cit., p. 173. DE CASTRO y BRAVO, *ob. cit.*, p. 68.; También sobre la reticencia dolosa MORALES MORENO, *El error...*, cit., pp. 230 y ss.; y en *Comentario al art. 1269 del CC...*, cit., pp. 387 y ss.

punto de vista de la Teoría General del contrato no existe inconveniente alguno en que ello sea así, habida cuenta de que el ámbito de la confirmación (art. 1310 del CC) es el de todos los contratos anulables. Puesto que se exige como requisito previo que el inversor/aceptante confirmante tenga conocimiento de la causa de anulabilidad⁽⁴⁵⁾ y que la misma haya cesado, será preciso que, habiéndose modificado la conducta del oferente (en el sentido de que haya desaparecido la intención de engañar), se proceda a la corrección de la falsedad del folleto, publicando el correspondiente suplemento antes de que concluya el período de oferta (art. 23.3 del RD 291/1992 y art. 22 del RD 1197/1991, aplicable éste último por analogía como ya vimos en el apartado del error).

III. LA RESPONSABILIDAD CIVIL DEL OFERENTE POR DEFICIENCIAS INFORMATIVAS DEL FOLLETO

Además de la acción de anulabilidad del contrato resultante, el perjudicado podrá solicitar, conjunta o separadamente, la indemnización de los daños y perjuicios sufridos como consecuencia de la aptitud dolosa o culposa generadora de las inexactitudes u omisiones en el folleto. Debe tenerse en cuenta que el dolo y la culpa no son sólo elementos generadores de un vicio del consentimiento (dolo, error) determinantes de la anulabilidad contractual, sino que además sirven como criterios de imputación de responsabilidad (especialmente relevantes en la etapa *in contrahendo*) y sirven además de elemento para medir la cuantía de la indemnización, conforme se deduce del art. 1107 del CC. Así pues, la concurrencia de dolo o culpa se convierte en presupuesto de la indemnización de los daños y perjuicios causados a los aceptantes, así como también la existencia de daño. El ejercicio de la acción de anulabilidad, por el contrario, no es un presupuesto para el ejercicio de la acción de resarcimiento⁽⁴⁶⁾, aunque

(45) L.H. CLAVERÍA GONSÁLVEZ aclara que no sólo basta el conocimiento de la irregularidad y el de la anulabilidad que aquélla genera, también el legitimado para confirmar deberá saber que es él precisamente el que puede invocar la anulabilidad y que el acto que realiza produce la eficacia definitiva del contrato, *ob. cit.*, pp. 156 y ss. En el mismo sentido se manifiesta DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos...*, *cit.*, p. 473; DE CASTRO Y BRAVO, *ob. cit.*, p. 512.

(46) Es generalmente admitida en el ordenamiento español, tal y como ocurre en el francés e italiano, la posibilidad de que la parte que ha sufrido el dolo o el error no impugne el negocio, pero exija la indemnización de los daños y perjuicios causados por la actuación dolosa. GARCÍA RUBIO, *ob. cit.*, p. 206. BIANCA, *Diritto Civile*. vol. 3: *Il contratto*, Milán, 1984, p. 624. Señala GARCÍA RUBIO que “en ocasiones esta decisión puede obedecer a la conveniencia de la víctima. En otras constituye la única posibilidad de ver satisfecho su interés, ya que la acción de anulabilidad caduca a los cuatro años de celebrado el negocio, p. 211. No obstante, para ASUA el ejercicio de la acción de anulación es presupuesto necesario para la indemnización. *La culpa “in contrahendo”*, Bilbao, 1989, p. 274.

sí ha resultado dudoso para la doctrina el que pueda ejercitarse la acción de nulidad con posterioridad a la indemnizatoria ⁽⁴⁷⁾.

Aunque nuestro estudio se centra en el ejercicio de la acción de resarcimiento frente al oferente, no es éste el único sujeto al que el inversor perjudicado puede exigir responsabilidad por las falsedades u omisiones del folleto. Es característica de los ordenamientos anglosajones la existencia de una cláusula general de responsabilidad por las falsedades u omisiones del folleto, a la que se acompaña una enumeración taxativa de las personas responsables ⁽⁴⁸⁾. Ninguna de estas dos cosas encuentran regulación expresa en el derecho español, por lo que sólo se podrá precisar quiénes son responsables y sobre qué contenido concreto del folleto, realizando una interpretación de los principios generales en materia de responsabilidad, al hilo de las diseminadas referencias normativas. En todo caso debemos partir del hecho de que todos aquellos sujetos distintos al oferente que intervengan en la elaboración y preparación de la oferta (firmantes del folleto, administradores, intermediarios, auditores u otros expertos) no son parte del contrato de compraventa de acciones, sino terceros respecto de la relación negocial que finalmente se perfeccione entre el emisor/oferente y el suscriptor o vendedor de los valores (en el caso de OPA). Por ello, la responsabilidad que el perjudicado por las falsedades u omisiones del folleto les pueda reclamar, cuando exista algún criterio que así lo permita, será siempre por la vía extracontractual.

1. Un supuesto de responsabilidad precontractual

Aunque en España no existe una consagración legislativa de la buena fe precontractual, como acontece en Italia (arts. 1337 y 1338 del Codice Civile), se ha creído conveniente ampliar el ámbito de la buena fe contractual que impone el art. 1258 del CC a la etapa precontractual, exigiendo un comporta-

(47) MORALES MORENO considera que aunque se trata de acciones independientes, el ejercicio de la acción de nulidad con posterioridad a la indemnizatoria podría arrastrar efectos perturbadores al producirse un desdoblamiento de los remedios jurídicos contra el dolo. Y es por lo que COSSÍO ha mantenido que el haber reclamado daños, previamente, por el importe del interés positivo, supone una confirmación del negocio anulable, que puede impedir el ejercicio de la acción de nulidad basada en el dolo. *Comentario al art. 1269 del CC...*, cit., pp. 434 y ss.

(48) Concretamente, en el Reino Unido la enumeración de las personas responsables por inexactitudes u omisiones del folleto se ofrece en la sección 152 FSA 1986 y en la 13.ª reg. de la *Regulation* de 1995. En los Estados Unidos la enumeración de las personas responsables por las inexactitudes u omisiones de folletos registrados se ofrece en la sección 11.ª de la *Securities Act* de 1933, mientras que la sección 12.ª contiene la enumeración de personas responsables por inexactitudes u omisiones de folletos relativos a emisiones de cualquier valor u oferta de valores registrado o no.

miento correcto de las partes en las negociaciones precontractuales ⁽⁴⁹⁾. Como consecuencia de ello, las partes quedan obligadas antes de haberse perfeccionado el contrato a comportarse con la buena fe necesaria, y asumen, por el hecho de relacionarse, determinados deberes ⁽⁵⁰⁾, como el de informarse verazmente ⁽⁵¹⁾ —en el caso de la OPS/OPA los deberes impuestos por la normativa del Mercado de Valores—. Cuando en la fase precontractual alguna de las partes incumple el deber de información respecto de la otra, incurre en una responsabilidad distinta a la derivada del incumplimiento del contrato, sin perjuicio de que esta última también pueda darse. Se trata de una responsabilidad precontractual o por culpa *in contrahendo* que se deriva de la existencia de una aptitud dolosa o negligente por una de las partes, por la que se lesiona el principio de confianza existente en la otra ⁽⁵²⁾.

Esta responsabilidad se concreta en la obligación de resarcir o indemnizar los daños y perjuicios ocasionados por la actuación desleal de una de las partes en la fase precontractual. Los defectos en la información del folleto de OPS u OPA pueden entenderse incluidos en la responsabilidad precontractual, consistente en el incumplimiento por el emisor/oferente de su deber de información, con la consiguiente violación del principio de la buena fe. Cuando la falsedad u omisión de información se deba a una aptitud culposa del oferente, dará lugar a

(49) La mayor parte de la doctrina civilista ha visto en el art. 1258 del CC el fundamento positivo de la responsabilidad precontractual en derecho español. Para ALONSO PÉREZ es adecuada la extensión del principio de buena fe contractual a la fase precontractual teniendo en cuenta la idea integradora de la relación jurídica prenegocial, en la que se comprende el procedimiento formativo del acto jurídico desde las conversaciones preliminares hasta la oferta hecha en firme, *ob. cit.*, p. 916. La idea que preside la obra del autor es que no puede haber buena fe contractual si no hubo anteriormente buena fe precontractual, ya que como él mismo afirma “los contratos se hallan afectados a menudo por anomalías que pueden incluso provocar la nulidad, anomalías que tienen su origen en la etapa preparatoria”, *ob. cit.*, p. 886. También en la misma línea LACRUZ BERDEJO, *Elementos de Derecho Civil II. Derecho de Obligaciones*, vol. 1.º: *Parte general. Teoría general del contrato*, Madrid, 1999, p. 385. GARCÍA RUBIO, M.P., *La responsabilidad precontractual en el derecho español*, Madrid, 1991, pp. 41 y ss.

(50) Otros deberes precontractuales se refieren a los deberes de lealtad y de protección, al deber de secreto y al deber de custodia y conservación. GÓMEZ CALLE, *Responsabilidad precontractual...*, *cit.*, p. 5959. ALONSO PÉREZ, *ob. cit.*, p. 900.

(51) Sobre el deber de información precontractual puede verse el detallado análisis que del tema realiza GARCÍA RUBIO, M.P., *ob. cit.*, pp. 44 y ss.

(52) Mas, como afirma ALONSO PÉREZ, no sólo queda vulnerada la buena fe *in contrahendo* por el “propósito de dañar” o conducta dolosa. Cualquier forma de deslealtad en el comportamiento precontractual que suponga violación *consciente* de las legítimas expectativas de las partes se opondría a la buena fe exigida en la etapa preliminar. No se opondría en cambio la mera negligencia o culpa simple, sin cualificar por una actuación intencionada, *ob. cit.*, pp. 890 y ss.

un deber de resarcimiento del daño ocasionado a los inversores/destinatarios de la oferta.

Aunque a la responsabilidad *in contrahendo* se le atribuyó carácter contractual en su origen, cuyo mérito se debe a la obra de JHERING⁽⁵³⁾, las opiniones en España se han dividido entre quienes la consideran extracontractual, apoyándola en el art. 1902 del CC⁽⁵⁴⁾, y quienes la encuadran en el ámbito contractual, considerando que el acto ilícito, aun en la fase precontractual, se comete por razón del contrato proyectado; sin faltar las posturas que propician la elaboración conceptual de un tercer género de responsabilidad civil entre la contractual y la aquiliana⁽⁵⁵⁾.

(53) JHERING, partiendo del estudio de fuentes romanas relativas a la venta de los *bona sacra vel religiosa vel publica*, llega a la conclusión de que la parte que, conocedora de la causa de nulidad del contrato, no informa de ella a la otra, que la ignora, incurre en culpa *in contrahendo* si le causa un daño por no haberle prevenido. La culpa es la base de tal responsabilidad, a la que JHERING considera contractual: deriva del propio contrato pese a la nulidad del mismo. Pero, como señala GÓMEZ CALLE, pronto surgieron críticas a la tesis de Jhering que se centraron esencialmente en tres aspectos: 1.º) Se asimilaba al supuesto de responsabilidad que surgía cuando el contrato resultaba nulo. 2.º) No se explicaba bien cómo un contrato nulo podía, no obstante, surtir efectos y, concretamente, generar una responsabilidad contractual. 3.º) Se apoya en la culpa cuando en realidad engloba algunos supuestos de responsabilidad objetiva. No obstante las ideas de Jhering tuvieron especial eco en el BGB alemán, aunque no llegaron a traducirse en una regla general de responsabilidad precontractual. Hoy la doctrina de la culpa *in contrahendo* tiene consideración de costumbre jurídica en Alemania y se aplica a casos de contratación nula, de contratación inexistente y de contratos válidos, generando la responsabilidad de quien infringe los deberes que en la fase precontractual impone la buena fe, entendida en sentido objetivo. *Los deberes precontractuales de información*, Madrid, 1994, pp. 7 y ss.; también la misma autora, en *Enciclopedia Jurídica Básica*, voz “Responsabilidad Precontractual”, vol. IV, Madrid, 1995, pp. 5958 y ss. DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos...*, cit., pp. 271 y ss.

(54) El carácter extracontractual se le ha atribuido sobre todo en el caso de ruptura injustificada de negociaciones. Esta postura ha sido encabezada por C. ASUA, quien no cree que exista inconveniente alguno en dar cabida a la responsabilidad precontractual dentro del art. 1902 del CC, configurándose la ilicitud de la conducta por violación de las obligaciones impuestas por la buena fe en sentido objetivo. *La culpa “in contrahendo”*, Bilbao, 1989. No obstante, en opinión de DÍEZ-PICAZO la teoría que encuadra la responsabilidad precontractual como responsabilidad aquiliana no explica la relación del supuesto con la idea de daño resarcible, pues el daño resarcible ex 1902 del CC presupone la existencia de un acto antijurídico (falta o delito civil) que no siempre existe en el caso de responsabilidad precontractual. *Fundamentos...*, cit., p. 275.

(55) En este grupo se sitúa ALONSO PÉREZ, para quien la responsabilidad precontractual tiene características propias, y consiste en una obligación de indemnizar nacida de una conducta dolosa o cuasidolosa productora de un daño en el *iter* formativo del contrato, *ob. cit.*, pp. 904 y ss. No obstante, cuando se trata de elegir un plazo de prescripción de la acción de resarcimiento, momento en el que se ha de optar por encuadrar la culpa *in contrahendo* en la responsabilidad contractual o extracontractual, ALONSO PÉREZ considera más acertado atribuirle naturaleza contractual, pese a propugnar su configuración independiente *de iure condendo*, p. 920.

La consideración en España de la responsabilidad civil por inexactitudes u omisiones en el folleto de OPS/OPA como un supuesto de responsabilidad precontractual se debe a la influencia italiana, al haberse importado la construcción doctrinal italiana sobre responsabilidad de los promotores por falsedades del programa en torno al art. 2339.3 del CC italiano y su calificación como un supuesto de culpa *in contrahendo*. Posteriormente, esta construcción se hizo extensible a las deficiencias informativas del folleto informativo de OPS/OPA. Inicialmente, la responsabilidad a que daba lugar el art. 2339.3 del Codice Civile italiano se reconducía al plano extracontractual como un supuesto de ilícito civil del art. 2043 del Codice Civile⁽⁵⁶⁾, ya que no se apreciaba una relación prenegocial entre suscriptores y promotores en la que poder fundamentar la culpa *in contrahendo*. A partir de la década de los años 70, asumido ya el carácter de contratación en masa de este procedimiento, la doctrina modifica su postura y aprecia la existencia de una relación prenegocial en el hecho de que los promotores suscriban el programa y hagan suyas las declaraciones que contiene y que dirigen al público inversor⁽⁵⁷⁾. Se instaura así con los inversores un contacto idóneo para hacer surgir en ellos la requerida confianza respecto de la propuesta de contrato que se les dirige a través del programa fundacional y del folleto informativo, haciendo que tal contacto sea asimilable a una relación precontractual, presupuesto indispensable para la inclusión del art. 2339.3 del Codice Civile en el ámbito de la culpa *in contrahendo*. En consecuencia, en el derecho italiano los inversores podrán exigir por vía precontractual, a partir del momento en que se hace público el programa y el folleto, el resarcimiento de los daños que les haya ocasionado los vicios del programa fundacional o el folleto.

En la actualidad no nos ofrece la menor duda el hecho de que las inexactitudes u omisiones del folleto de OPS/OPA, también en España, constituyen un supuesto de responsabilidad precontractual; pero no existiendo en nuestro CC un precepto general sobre responsabilidad precontractual similar al contenido en el Codice Civile italiano (arts. 1337 y 1338), resulta controvertido el deter-

(56) Véase PORTALE, “Informazione societaria e responsabilità degli intermediari”, *BBTC* 1982, I, pp. 18 y ss.; FERRI, G., *Le Società*, Turín, 1985, p. 56; FERRARA y CORSI, F., *Gli imprenditori e le società*, Milán, 1996, p. 349; FRE, G., “Società per azioni” en *Commentario del Codice Civile*, a cargo de Scialoja-Branca, Bolonia-Roma, 1982, p. 126.

(57) Afirma FERRARINI que “el contacto «cualificado» que la doctrina (civilista) configura como fuente de relación precontractual, no debe necesariamente residir en un contacto «personal» con una de las partes del futuro contrato, pues puede consistir en una situación equivalente, idónea para suscitar la misma confianza”. *La responsabilità da prospecto*, Milán, 1986, p. 65.

minar si la reclamación por daños debe llevarse a cabo acudiendo a las reglas de la responsabilidad contractual (art. 1101 del CC) o por la vía del 1902 del CC, lo que habrá de decidirse atendiendo a las circunstancias particulares. Con carácter general deberá acudir a las reglas de la responsabilidad contractual siempre que se haya celebrado un contrato de compraventa de acciones en el seno de una OPS u OPA, y concurra un vicio del consentimiento (error o dolo sobre el contenido del folleto, p. ej. si no aparece el precio o el número de acciones ofrecidas), que legitima al socio-inversor que suscribió las acciones para pedir la anulación del contrato con base en él y/o reclama la indemnización que en su caso le corresponda, pudiendo ésta consistir en el importe de las acciones abonadas o en una valoración del daño producido por las expectativas frustradas. Sin embargo, cuando existiendo culpa *in contrahendo* la propuesta incorporada al programa o al folleto de OPA no llegó a acordarse por la sociedad opante, no llegó a comunicarse a la CNMV, o no llegó a firmarse el contrato, la reclamación por daños sólo puede llevarse a cabo por la parte perjudicada acudiendo a la culpa aquiliana por la vía del art. 1902 CC, en lo que habría de ser disciplina específica de la responsabilidad precontractual.

No obstante, aunque para la reclamación por daños ocasionados por las falsedades u omisiones en el folleto informativo sean generalmente aplicables las reglas de responsabilidad contractual, hay supuestos en que se hace necesario acudir a la vía extracontractual, cuando no es posible a través de la vía contractual, ya sea porque el sujeto a quien se imputa responsabilidad no forma parte de la relación negocial (entidades colocadoras, entidad directora, etc.) o porque no se cumplen los presupuestos de su ejercicio. En tales supuestos suele resultar factible la reclamación de daños por la vía extracontractual, dada la amplitud con que aparece formulado el art. 1902 del CC. Las diferencias básicas que en la práctica se manifiestan al seguir una u otra vía de reclamación afectan al plazo de ejercicio de la acción (los quince años del art. 1964 del CC frente al año del art. 1968.2 del CC), la determinación y medida del daño resarcible y a la carga de la prueba.

Pero, en cualquier caso, sea contractual o extracontractual la acción ejercitada para la reclamación por daños ocasionados por las deficiencias informativas del folleto, se trata como regla general de una responsabilidad basada en el dolo o la negligencia⁽⁵⁸⁾, siendo precisamente la culpa el hilo conductor que fundamenta la obligación de resarcir, y que relaciona los actos cometidos en la

(58) Excepcionalmente, la responsabilidad precontractual es objetiva, teniendo entonces la función de distribuir riesgos. Así ocurre en el régimen legal de la evicción y de los vicios y los gravámenes ocultos, cuando ha de responder por ello el vendedor de buena fe. GÓMEZ CALLE, *ob. cit.*, p. 5960.

etapa precontractual y la anulación del contrato⁽⁵⁹⁾. Aunque la culpa no es un presupuesto absolutamente necesario para que nazca la obligación de indemnizar⁽⁶⁰⁾, no resulta fácilmente imaginable un supuesto en que pueda calificarse de responsabilidad objetiva por inexactitudes u omisiones de un folleto informativo, habida cuenta de que la información que han de aportar los oferentes es una información reglada y especificada en los respectivos modelos de folleto, por lo que siempre existirá, al menos, negligencia por parte del oferente, al no aportar la información requerida.

En consecuencia, la responsabilidad civil derivada de inexactitudes u omisiones del folleto informativo no puede en ningún caso —ni aun considerando al inversor/destinatario como consumidor— constituir un supuesto de responsabilidad objetiva ex art. 28 de la LGDCU⁽⁶¹⁾; siguiendo en este sentido la regla general de responsabilidad por culpa con inversión de la carga de la prueba que alberga el art. 26 de la LGDCU, y la excepción a este derecho de indemnización que contiene el art. 25 de la LGDCU cuando concurra culpa del propio perjudicado⁽⁶²⁾.

(59) ALONSO PÉREZ, *ob. cit.*, p. 893.

(60) Pese a que la responsabilidad civil es legalmente una responsabilidad subjetiva o fundada en la culpa, el moderno derecho de daños admite hipótesis en que el ordenamiento impone una responsabilidad de tipo objetivo. DíEZ-PICAZO, *Derecho de daños*, Madrid, 1999, pp. 142 y ss.; PANTALEÓN PRIETO, F., “Comentarios al art. 1902 del CC” en *Comentarios al Código Civil*, M.º de Justicia, T. II, Madrid, 1991; y en “Causalidad e imputación objetiva: criterios de imputación”, en *Libro centenario al Código Civil*, T. II, Madrid, 1990.

(61) El art. 28 de la LGDCU establece como presupuesto de la responsabilidad objetiva el que se trate de bienes o servicios que incluyan una garantía de pureza, eficacia o seguridad, de manera que la responsabilidad nace del incumplimiento de la obligación de garantía. La LGDCU añade una enumeración de los productos o servicios que quedan sometidos a este régimen, entre los que no se encuentran los valores o acciones emitidos por sociedades anónimas. DíEZ-PICAZO, *Derecho de daños...*, *cit.*, pp. 142 y ss.; MORALES MORENO, *Comentario a los arts. 1269 y 1270...*, *cit.*, pp. 410 y ss.

(62) En el art. 26 de la LGDCU se establece la regla general de responsabilidad por los daños causados a los consumidores y usuarios por productos y servicios, según la cual “las acciones u omisiones de quienes producen, importan, suministran o facilitan productos o servicios a los consumidores o usuarios, determinantes de daños o perjuicios a los mismos, darán lugar a la responsabilidad de aquéllos, a menos que conste o se acredite que se han cumplido debidamente las exigencias y requisitos reglamentariamente establecidos y los demás cuidados y diligencias que exige la naturaleza del producto, servicio o actividad”. El art. 25 de la LGDCU establece una excepción a la existencia del derecho a la indemnización, de suerte que se carece de derecho a reclamar cuando los daños hayan sido causados por culpa del perjudicado o por la de las personas por las que él deba responder civilmente. DíEZ-PICAZO, *Derecho de daños...*, *cit.*, pp. 140 y ss.

2. El ejercicio de la acción de resarcimiento frente al oferente

En cuanto a la legitimación activa para exigir responsabilidad no cabe duda que la acción de resarcimiento podrá ejercitarse tanto por los inversores que han adquirido valores de la oferta como por los titulares de los valores vendidos en el caso de OPA, siempre que hayan sufrido un perjuicio como consecuencia de las inexactitudes u omisiones del folleto. Sin embargo, puesto que en el derecho comparado (Reino Unido, EE.UU., Alemania) se viene extendiendo la legitimación activa hacia otros sujetos ajenos a la relación contractual⁽⁶³⁾, debemos cuestionarnos si en España podría concederse legitimación para reclamar el resarcimiento de daños, por un lado, a los sucesivos adquirentes de los valores comprados en la oferta cuando con posterioridad a ésta se pone de manifiesto una inexactitud del folleto; y de otro lado, a los inversores que no compraron valores en la oferta desmotivados por la información inexacta del folleto, adquiriendo otros de similares características.

La respuesta que a nuestro juicio se impone en ambos casos debe ser positiva, teniendo en cuenta que al no existir relación contractual entre el inversor y el oferente la responsabilidad de este último será siempre de naturaleza extracontractual. Para apreciar en estos casos la existencia de responsabilidad por las inexactitudes del folleto es preciso determinar si en la fase prenegocial se creó algún vínculo jurídico entre las partes, del cual pueda derivarse una eventual responsabilidad. En definitiva, deberá comprobarse si oferente y perjudicado, pese a no ser parte de un contrato, lo son de una relación precontractual, por la que se haya suscitado en el perjudicado una confianza objetiva en relación a la veracidad de las informaciones del folleto, materializada en la realización de actos encaminados a la adquisición de los valores⁽⁶⁴⁾. La indem-

(63) En el Reino Unido, la legislación vigente (*FSA* 1986 y la *Regulations* 1995) extiende la legitimación activa para el ejercicio de las acciones indemnizatorias a cualquier persona que haya adquirido valores de la oferta o posteriormente o simplemente esté interesado en ellos, siempre que sufra un perjuicio como consecuencia de las falsedades u omisiones del folleto, siendo imprescindible que el inversor pruebe la relación causal entre ambas cosas. (Sección 150 *FSA* y *regulation* 14 de la *Regul.* 1995).

En EE.UU. la legitimación activa se reconoce a los inversores que adquieren valores de la oferta y a los sucesivos titulares de esos valores, debiendo éstos únicamente probar que el folleto registrado contiene errores u omisiones materiales (Sección 11 de la *Securities Act* 1933).

En Alemania, también se extiende la legitimación a los sucesivos titulares de los valores de la oferta, pero se exige que quien vaya a ejercitar la acción esté en posesión de los valores, pues si éstos se transmiten se pierde la acción (§§ 45.1 y 46.1 *BörsenG*).

(64) DE CARLOS BERTRÁN, apoyándose en la caracterización del folleto informativo como documento público y con vocación circulatoria, manifiesta que “es legítimo que un inversor, sobre la base de la información contenida en el folleto, adopte decisiones de inversión que no tienen que traducirse necesariamente en la suscripción o adquisición de los valores en la

nización que se determine deberá cubrir el interés negativo, produciéndose el reembolso de los gastos realizados por el potencial inversor de cara a la perfección del contrato; aunque lo realmente difícil será probar por quien finalmente no contrató valores de la oferta la existencia de una relación de causalidad entre las inexactitudes u omisiones del folleto y el daño que supuestamente este hecho le haya producido.

El mayor problema que plantea el ejercicio de la acción de resarcimiento de los daños provocados por las inexactitudes del folleto es precisamente el relativo a la determinación de la acción ejercitable, puesto que no existe seguridad en el terreno de la responsabilidad precontractual sobre si han de ejercitarse las acciones típicamente contractuales o la extracontractual del art. 1902 del CC. Partimos de la base de que existiendo en la fase precontractual dolo o culpa del proponente de la OPS/OPA se reúnen todos los requisitos exigidos por el art. 1902 del CC para que nazca la obligación de indemnizar⁽⁶⁵⁾. Por lo que el resarcimiento ejercitando la vía extracontractual parece constituir un colchón de caída para exigir la indemnización cuando no exista otra vía más adecuada.

Ahora bien, siempre que el contrato de compraventa de acciones haya sido perfeccionado debemos preguntarnos también por la posibilidad de ejercitar las acciones contractuales⁽⁶⁶⁾, resultando indiferente a tales efectos el hecho de que posteriormente el contrato se anule o se mantenga su validez —por prescripción de la acción de anulabilidad, por confirmación o por cualquier otra razón—. El ejercicio de las acciones contractuales ofrece, entre otras ventajas, el disponer

oferta, sino que pueden materializarse en compras en el mercado, *ob. cit.*, p. 421. También N. FERNÁNDEZ PÉREZ se manifiesta a favor de conceder la legitimación activa para el ejercicio de la acción indemnizatoria cuando el potencial inversor realiza actos encaminados a la consecución de la operación de inversor, confiando en la completud y veracidad del folleto, pero finalmente no llega a entablar una relación negocial con el oferente, *ob. cit.*, p. 308.

(65) La mayoría de la doctrina mercantilista que ha opinado sobre el tema de la responsabilidad del folleto, aprovechando la amplitud con que está configurado el art. 1902 del CC, remiten el tema del resarcimiento a la responsabilidad extracontractual. PALA LAGUNA, R., *Las ofertas públicas...*, *cit.*, p. 208. FERNÁNDEZ PÉREZ, N., *La protección jurídica...*, *cit.*, p. 310. DE CARLOS BERTRÁN, *Régimen jurídico...*, *cit.*, p. 444. Este último autor, si bien mantiene la aplicación generalizada del art. 1902 del CC para el ejercicio de la acción de resarcimiento, matiza que en el caso de dolo también es posible ejercitar la acción de responsabilidad contractual que se deriva del art. 1270 del CC.

(66) La tesis contractualista de la responsabilidad derivada de dolo *in contrahendo* se mantuvo en la célebre STS 26-10-1981. Los hechos objeto de esta sentencia son los siguientes: en la venta de una empresa a través de la transmisión de la totalidad de las acciones de la sociedad titular, se oculta a la compradora la falta de la titularidad de una finca —elemento patrimonial que constituye parte fundamental del patrimonio social—. La conducta dolosa de la vendedora se caracteriza por sus declaraciones contradictorias: primero dice que no es dueña, luego muestra una escritura pública de propiedad.

de un plazo de prescripción superior —el de 15 años que establece el art. 1964 del CC para las acciones personales que no tengan señalado en la ley un plazo especial de prescripción, frente al plazo de un año que el art. 1968.2 del CC determina para el ejercicio de las acciones en vía extracontractual—.

Por otro lado, aunque nuestro CC sólo prevé expresamente la posibilidad indemnizatoria respecto del llamado dolo incidental (art. 1270.2), la aplicación extensiva que del precepto se ha mantenido⁽⁶⁷⁾ obliga a admitir la acción indemnizatoria también en los casos de dolo causante, aún con mayor motivo si cabe que en los casos de dolo incidental. La acción de resarcimiento a que se refiere el art. 1270.2 del CC (aplicable al supuesto de dolo precontractual) es subsumible en las reglas de responsabilidad contractual derivadas del art. 1107.2 del CC⁽⁶⁸⁾. Por lo tanto, cuando las inexactitudes u omisiones del folleto concurren con una aptitud dolosa del oferente, la acción indemnizatoria podrá ejercitarse por la vía de la responsabilidad contractual del art. 1107.2 del CC.

Igualmente cuando con las inexactitudes u omisiones del folleto concurre una actitud culposa o negligente del emisor/oferente, el inversor perjudicado tendrá la posibilidad de hacer efectivo el resarcimiento del daño sufrido, mediante el ejercicio de la acción de responsabilidad contractual que parece contener el art. 1107.1 del CC. Y ello pese a la indeterminación que este precepto plantea en el ámbito civil sobre el tipo de acción que alberga, dada la confusión terminológica en que incurre el Código Civil al introducir el término “deudor de buena fe”⁽⁶⁹⁾. En definitiva, la equiparación entre “deudor de buena fe” y

(67) GARCÍA RUBIO, M.P., *La responsabilidad precontractual...*, cit., p. 166. GÓMEZ CALLE, *Los deberes precontractuales...*, cit., p. 43. ALONSO PÉREZ, *La responsabilidad...*, cit., p. 916.

(68) GARCÍA RUBIO considera al respecto que no parece acertado entender que el art. 1270.2 del CC (aplicable a cualquier supuesto de dolo) sea una mera repetición inútil para un caso concreto de lo ya establecido en el art. 1902 del CC; por eso aun con dudas creemos que presenta naturaleza contractual o, cuando menos, que se trata de una de las acciones personales que no tienen señalado término especial de prescripción y, por consiguiente, debe prescribir en el fijado por el art. 1964 del CC, *ob. ult. cit.*, p. 170.

(69) Las dificultades interpretativas acerca del tipo de acción indemnizatoria que contiene el art. 1107.1 del CC derivan de la confusión terminológica en que incurre el CC al referirse al “deudor de buena fe”, pues no queda claro si en este caso deudor de buena fe significa deudor culposo. A pesar de la indeterminación del precepto, sólo queda interpretar el art. 1107.1 como un supuesto de responsabilidad en el que concurre culpa del deudor, ya que la disciplina que regula la responsabilidad (arts. 1101 del CC y ss.) anuda la responsabilidad a un reproche en la conducta del deudor, por lo que al menos debe existir culpa. Es decir, la buena fe a que se refiere el art. 1107.1 del CC debe entenderse únicamente como ausencia de dolo. DíEZ-PICAZO parece inclinarse por esta interpretación, si bien reconoce que la cuestión comporta serias dificultades interpretativas. El autor refiere que la doctrina común liga imputabilidad y responsabilidad

“deudor culposo” permite que el perjudicado por las inexactitudes u omisiones del folleto pueda ejercitar por vía contractual las acciones del art. 1107.1 y 2, cuando concurra culpa o dolo del emisor/oferente respectivamente. Esta posibilidad no significa en ningún caso que las inexactitudes u omisiones del folleto en que concurre culpa o dolo del oferente deje de ser también una hipótesis encuadrable en el art. 1902 del CC; lo cual ocasiona una situación en la que un mismo hecho dañoso (inexactitudes u omisiones del folleto en que concurre culpa o dolo del emisor/oferente) es susceptible de conformar, tanto el supuesto de hecho de las normas de responsabilidad contractual, como el supuesto de hecho de las normas de responsabilidad aquiliana, lo que obliga a resolver el problema de las relaciones entre una y otra. La cuestión, siguiendo a la doctrina civilista⁽⁷⁰⁾, admite tres posibilidades.

La primera posibilidad se basa en entender que las falsedades u omisiones del folleto dan lugar a una única pretensión resarcitoria con base en un evento dañoso único, que puede resolverse de forma indistinta conforme a cualquiera de los dos conjuntos normativos. Ello nos sitúa ante un simple “concurso de normas”, que ha de resolverse judicialmente, para lo cual el inversor perjudicado podría limitarse a exponer las inexactitudes u omisiones en que se apoya su demanda, el daño que le han causado y a solicitar del juez la acción correspondiente⁽⁷¹⁾.

a un reproche en la conducta del deudor. Sin embargo, nuestro art. 1107 hace responsable al deudor de *buena fe* de los daños y perjuicios “previstos o que se hayan podido prever al tiempo de la constitución de la obligación y que sean consecuencia necesaria de su falta de cumplimiento”. Aquella doctrina hace sinónimo deudor de buena fe de deudor que incumple culposamente. Sin embargo, parece paradójico calificar así a tal deudor, pues un deudor de buena fe es el que se comporta correcta, honesta y diligentemente. Y ese deudor incide en responsabilidad. *Sistema de derecho civil*, vol. II, Madrid, 1999, p. 198 y ss. Para Díez-PICAZO la buena fe del art. 1107 del CC no es un criterio para liberar de responsabilidad al deudor, sino únicamente para limitar el alcance de la responsabilidad o el deber de resarcimiento de los daños. *Fundamentos...* II, *cit.*, p. 587.

GARCÍA RUBIO elude el tema de la consideración de la acción del art. 1107.1 del CC como una acción de resarcimiento en que concurre culpa del deudor, refiriéndose únicamente a la acción de resarcimiento por vía contractual concurriendo dolo del deudor del art. 1107.2 del CC, *ob. ult. cit.*, pp. 167 y ss.

(70) Seguimos en este tema la exposición llevada a cabo por PANTALEÓN PRIETO, F., “Comentario a la STS 26-1-1984”, *CCJC*, 1984, núm. 4, pp. 1257 y ss., y en “Comentario al art. 1902 del CC”, *ob. cit.*, Ministerio de Justicia, T. II, Madrid, 1991, pp. 1971 y ss.

(71) En este caso, como ha manifestado GARCÍA RUBIO, siguiendo a PANTALEÓN PRIETO, el plazo de prescripción debe jugar normalmente a favor del dañado, por lo que el Tribunal habrá de entender que la acción de responsabilidad precontractual derivada de dolo prescribe en los términos del art. 1964 del CC, *ob. cit.*, p. 171.

En segundo lugar, cabe entender que de las inexactitudes del folleto se puedan derivar dos pretensiones resarcitorias diferentes, pero que la existencia de una posterior relación obligatoria entre oferente y perjudicado excluye la posibilidad de ejercitar la acción de responsabilidad extracontractual. Es la denominada “tesis de incompatibilidad de pretensiones”.

Por último podríamos considerar que las inexactitudes u omisiones que causan daño dan lugar a dos pretensiones distintas, pudiendo el perjudicado optar libremente por una u otra acción de resarcimiento, al tratarse de un “concurso alternativo de pretensiones”. Y una vez que el perjudicado elige un tipo u otro de acción resarcitoria, quedará vinculado por éste, al igual que el juez.

En nuestra opinión, la segunda de las posibilidades debe descartarse, ya que no es compatible con la amplitud con que el art. 1902 del CC está configurado en nuestro derecho; mientras que cualquiera de las dos restantes (la del concurso de normas y el concurso alternativo de pretensiones) podrían ser adoptadas sin problemas. La diferencia reside en que en el concurso de normas es el juez quien decide cuál es el cauce más adecuado para el ejercicio de la acción resarcitoria, lo cual aporta la ventaja de que, tratándose ésta de una ardua decisión, quizá sea éste el más cualificado para adoptar la decisión conforme a las circunstancias que el demandante le presente. En el concurso alternativo de pretensiones es el demandante quien opta entre el cauce contractual o extracontractual para el ejercicio de la acción ⁽⁷²⁾.

A) La carga de la prueba

La tradicional diferencia que entre ambos regímenes de responsabilidad se había mantenido en conexión con la carga probatoria comienza en la actualidad a desdibujarse, al producirse un acercamiento en este sector dentro de la disciplina civil, dejando así de constituir una de las diferencias apreciables a la hora de optar entre la responsabilidad obligacional o la aquiliana.

La opción en favor de ejercitar la acción de resarcimiento por vía contractual exige que el demandante pruebe la existencia de la obligación, su incumpli-

(72) Como ha puesto de manifiesto F. PANTALEÓN PRIETO, nuestro Tribunal Supremo no se ha decantado definitivamente por ninguna de estas tres posibilidades, y aunque las tres han tenido aplicación en algún momento, parece que existe una cierta preferencia hacia la del concurso alternativo de pretensiones. “Comentario al art. 1902...”, *cit.*, pp. 1979 y ss. GARCÍA RUBIO, *ob. cit.*, p. 172.

miento (inexactitudes u omisiones del folleto)⁽⁷³⁾, el daño y la relación de causalidad entre ambos. Pero en ningún caso deberá probar el demandante la culpa en que incurre quien incumple⁽⁷⁴⁾. Cuando la responsabilidad precontractual va acompañada de la invalidez del contrato por vicios del consentimiento no tiene sentido cuestionarse la carga de la prueba en la acción de resarcimiento, puesto que la existencia del vicio (dolo o error) supone la constancia de culpa.

Si se opta por la vía extracontractual del art. 1902 del CC es necesario que el perjudicado pruebe la existencia de falsedades u omisiones, el daño que con ellas se ha producido al inversor y la relación de causalidad entre ambos elementos. Antiguamente, quien afirmaba el daño también debía probar el dolo o culpa del autor del acto ilícito. Pero durante las últimas dos décadas viene imponiéndose la tendencia jurisprudencial que presume la culpa del autor del daño, correspondiendo a éste desvirtuar la presunción mediante la prueba de haber actuado con la diligencia debida⁽⁷⁵⁾. La inversión de la carga de la prueba ha sido también el criterio consagrado en el art. 25 LGDCU, el cual coloca a cargo del demandado la prueba de las circunstancias de exoneración⁽⁷⁶⁾. Hay que advertir que esta tendencia se impone en un ámbito donde opera la responsabilidad por culpa, siendo aplicable también a los casos de responsabilidad por las informaciones defectuosas u omisiones contenidas en el folleto informativo. De esta forma, debe presumirse la culpabilidad del oferente por las informaciones inexactas, siendo este último a quien le corresponda destruir la presunción

(73) La prueba del incumplimiento es algo que puede no resultar excesivamente difícil para el demandante a partir de la referencia de la información determinada reglamentariamente, como ha manifestado SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones”, VV.AA., *Derecho de Sociedades Anónimas*, II, *Capital y acciones*, vol. 2.º, Madrid, 1994, p. 1323. Creemos que esta facilidad existe sin duda en la detección de las omisiones, pero no bastará con este instrumento para descubrir las inexactitudes de información.

(74) GARCÍA RUBIO, M.P., *ob. cit.*, p. 216. JORDANO FRAGA, F., *La responsabilidad contractual*, 1987, p. 252.

(75) SSTs de 5 de diciembre de 1979, de 18 de marzo de 1982, de 16 mayo de 1983 y de 8 de octubre de 1988. En estas sentencias se pone de manifiesto lo difícil que resulta al demandado desvirtuar la presunción de culpa en su actuación, ya que el TS no admite sólo como prueba el haber cumplido en su acción todos los preceptos que reglamentariamente se imponen para evitar el daño. Ello ha hecho que se ponga en duda la integridad del derecho fundamental de la presunción de inocencia que consagra el art. 24.2 de nuestro texto constitucional. Véase DÍEZ-PICAZO, *Sistema...*, *cit.*, p. 538.

(76) DÍEZ-PICAZO, *Derecho de daños...*, *cit.*, pp. 141 y ss.

mediante la prueba de que, pese a la existencia de inexactitudes, actuó con la diligencia debida⁽⁷⁷⁾.

En el ámbito del derecho comparado la posición del inversor respecto a la carga de la prueba también se ha intentado mejorar facilitando la prueba de la relación de causalidad entre las falsedades y el daño. Así, en Alemania y en EE.UU. no es necesario probar que la decisión de adquirir o vender valores se ha adoptado en base al contenido del folleto, pues de ser así no habría relación de causalidad cuando el inversor no lo hubiese leído. La relación de causalidad se presume existente siempre que los defectos del folleto tengan carácter esencial y sean determinantes de la decisión del aceptante⁽⁷⁸⁾. En el Reino Unido, por el contrario, cualquier inversor que hubiese sufrido un perjuicio deberá aportar, junto con su reclamación por daños, la prueba de la relación de causalidad entre el daño sufrido y la inexactitud u omisión del folleto. No creemos que existan grandes inconvenientes en importar el criterio seguido por el derecho alemán y estadounidense en cuanto a la carga de la prueba del inversor al ordenamiento español⁽⁷⁹⁾, así como el criterio que mantiene el art. 25 de la LGDCU de inversión de la carga probatoria, aunque hasta el momento no existe jurisprudencia española en materia de responsabilidad por las informaciones del folleto. De esta manera, la posición del perjudicado por las inexactitudes en orden a la carga de la prueba que soporta quedaría bastante aligerada, pues tanto

(77) Los criterios que determinan que la conducta del oferente se ajusta a la diligencia debida se encuentran en el art. 1104 del CC. Este precepto, pese a definir la «culpa» en el ámbito contractual, es aplicable también en el ámbito de la responsabilidad extracontractual (SSTS de 2 de diciembre de 1946 y 8 de julio de 1972 citadas por DíEZ-PICAZO, *Sistema...*, cit., p. 538). En definitiva el art. 1104 del CC establece que «la culpa o negligencia del deudor consiste en la omisión de aquella diligencia que exija la naturaleza de la obligación y corresponda a las circunstancias de las personas, del tiempo y del lugar».

Cuando la obligación no exprese la diligencia que ha de prestarse en su cumplimiento, se exigirá la que correspondería a un buen padre de familia». No obstante las notas definitorias de la diligencia debida han de buscarse por vía negativa del art. 1105 del CC considerando éste negligente a quien no prevé debiendo hacerlo, lo que le lleva a no evitar el suceso.

(78) Esta nueva línea jurisprudencial alemana ha sido puesta de manifiesto en la sentencia del BGH de 5 de julio de 1993, por la que se procedió a revisar la sentencia del OLG de Francfort del caso Horn- blower- Fischer (comentada por J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE). En ella el BGH «recuerda que la relación de causalidad no ha de llevar necesariamente a la conclusión de que el daño sufrido por el inversor es consecuencia directa de las omisiones u errores del folleto. A estos efectos el hecho decisivo es la capacidad de esos defectos del folleto para incidir sobre la decisión inversora...». «La responsabilidad derivada del folleto informativo en la jurisprudencia alemana», *RDBB*, 1994-I, pp. 217 y ss.

(79) También a favor de la aplicación de este criterio en el ordenamiento español se manifiesta DE CARLOS BERTRÁN, *ob. cit.*, p. 447.

si opta por la vía contractual como por la extracontractual tan sólo deberá probar la existencia de inexactitudes u omisiones y de daño.

B) La determinación y medida del daño resarcible

Es opinión consolidada el que la responsabilidad precontractual no se extiende al resarcimiento de todos los daños contractuales sufridos por la otra parte, sino tan sólo al “interés contractual negativo”, también llamado “daño a la confianza”, puesto que se indemniza por el daño que una de las partes sufre al haber confiado legítimamente en las expectativas de que el contrato se concluiría⁽⁸⁰⁾. Se trata de que a través de la indemnización el inversor, cuya confianza ha sido defraudada, se sitúe en la situación económica en que se hallaría de no haber adquirido o vendido los valores. La indemnización deberá comprender el reembolso de los gastos realizados en atención al contrato proyectado (comisiones, intereses devengados por préstamos para la adquisición de los valores...). En esta misma línea se mueven los ordenamientos del ámbito anglosajón⁽⁸¹⁾.

El interés negativo no incluye el lucro cesante o las ventajas que la parte perjudicada hubiera podido obtener por haber celebrado otro contrato⁽⁸²⁾. En la OPS o en la OPA, cuando el contrato no llega a existir o cuando, habiéndose perfeccionado, éste no se anula, no parece legítimo que el inversor pueda reclamar además los beneficios que hubiera podido obtener de aceptar otra oferta contractual. Sí parece razonable en cambio que, en las situaciones en que se declara la invalidez del contrato, la parte que ha violado los deberes de buena fe esté también obligada a resarcir el “interés positivo” por la pérdida de la ocasión más ventajosa (p. ej. si el perjudicado rechazó entre tanto una oferta de

(80) ALONSO PÉREZ, remontándose a los orígenes del concepto de interés negativo en la obra de JHERING, considera que se trata ésta de una obligación de indemnizar por quebrantamiento de la buena fe *in contrahendo*, *ob. cit.*, p. 905 DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos...*, *cit.*, p. 280. GÓMEZ CALLE, *Los deberes precontractuales...*, *cit.*, p. 40. GÓMEZ CALLE, *Responsabilidad...*, *cit.*, pp. 5958 y ss.

(81) En EE.UU. la sección 11 de la *Securities Act* de 1933 concreta el contenido indemnizatorio de la reclamación del inversor perjudicado por inexactitudes u omisiones del folleto en la diferencia entre el precio que el inversor pagó por las acciones adquiridas y el precio al que éstas fueron valoradas en el momento de la interposición de la demanda.

(82) La doctrina no es unánime en este sentido, puesto que algunos autores (ALONSO PÉREZ, *ob. cit.*, p. 906, y con mayor ahínco GARCÍA RUBIO, *ob. cit.*, p. 242) han defendido la inclusión del lucro cesante en las partidas integrantes del daño indemnizable por responsabilidad precontractual, contractual o extracontractual. Nosotros seguimos en este punto a DÍEZ-PICAZO, quien se posiciona en contra de la inclusión del lucro cesante en el interés negativo a resarcir. *Fundamentos...*, *cit.*, p. 280.

deuda pública)⁽⁸³⁾. Es decir, sólo en caso de contrato inválido deberá resarcirse el interés negativo y el interés positivo o de cumplimiento, mientras que en las situaciones en que no se llega a contratar o el contrato mantiene su validez sólo el interés negativo debe ser indemnizable⁽⁸⁴⁾.

En cuanto a la posible limitación del montante indemnizatorio del interés negativo, se ha cuestionado si la medida del interés negativo podría encontrar su límite superior en el que correspondería al interés de cumplimiento⁽⁸⁵⁾. La duda viene generada por la inexistencia en el CC español de una norma paralela a los §§ 122, 179.2 y 307 BGB alemán, donde de modo expreso se establece que el interés negativo encuentra su límite superior en el positivo. La ausencia de un precepto similar en el CC español daría lugar a la paradójica situación de que el resarcimiento por los daños derivados de inexactitudes u omisiones del folleto cuando no se hubiese celebrado el contrato pusiese al inversor en una situación económica mejor que la que habría alcanzado de no haber existido falsedades en la información y se hubiese realizado válidamente la contratación de los valores. Para evitar este tipo de situaciones es por lo que, en una interpretación un tanto forzada de la norma, se ha atribuido esta función limitadora del interés negativo al art. 1107.1 del CC⁽⁸⁶⁾, precepto que, pese a regular la responsabilidad contractual no dolosa, se ha considerado aplicable también a la responsabilidad extracontractual⁽⁸⁷⁾.

(83) Esta excepción es expresamente admitida por DíEZ-PICAZO, *Fundamentos...*, cit., p. 280. También RUBIO DE CASAS, M.G., *ob. cit.*, p. 524. DE CARLOS BERTRÁN, *ob. cit.*, p. 449.

(84) Para GARCÍA RUBIO el límite que el interés negativo encuentra en el límite del interés de cumplimiento tiene su excepción en el supuesto de responsabilidad precontractual cuando se celebra un contrato inválido, y la parte que sufre la culpa *in contrahendo* hubiese rechazado una oportunidad de contratar aún mejor que la que significaría el hipotético contrato con el responsable de la falta precontractual. En tal caso habría un interés de confianza superior al interés de cumplimiento, *ob. cit.*, p. 250.

(85) GARCÍA RUBIO, *ob. cit.*, pp. 246 y ss.

(86) El art. 1107.1 del CC determina una graduación de la indemnización en función de que la actuación del acreedor sea o no dolosa. Así en su apartado 1.º establece que “los daños y perjuicios de que responde el deudor de buena fe son los previstos o que se hayan podido prever al tiempo de constituirse la obligación y que sean consecuencia necesaria de su falta de cumplimiento”. En el apartado 2.º, previsto para los supuestos en que concurra dolo del acreedor, no se limita la indemnización. El precepto señala que “en caso de dolo responderá el deudor de todos los que conocidamente se deriven de la falta de cumplimiento de la obligación”.

(87) CARRASCO PERERA, A., *Comentarios al código Civil y compilaciones forales*, dirigidos por M. Albaladejo, T. XV, vol. 1.º, 1989, pp. 725 y ss. GARCÍA RUBIO, *ob. cit.*, pp. 247 y ss.

Sin embargo, la función limitadora del interés de confianza conforme al máximo interés de cumplimiento, derivada del art. 1107 del CC, sólo se produce cuando concurre una actuación culposa del causante del daño, pero nunca cuando tal actuación sea dolosa, puesto que en tal caso el apartado 2.º del 1107 del CC hace responsable a éste de todos los daños producidos y no únicamente de los previsibles⁽⁸⁸⁾. No obstante, no parece posible que del art. 1107 del CC se puedan extraer todos los criterios necesarios para determinar la indemnización, debiendo los tribunales ejercitar la facultad moderadora que les concede el art. 1103 del CC⁽⁸⁹⁾.

C) El plazo para el ejercicio de la acción

Difuminadas las diferencias en cuanto a la carga probatoria y la determinación del daño indemnizable, el plazo de ejercicio de la acción se convierte en el criterio que marca la diferencia entre la responsabilidad contractual y extracontractual. Mientras que la acción dimanante del daño extracontractual prescribe por el transcurso de un año desde que lo supo el agraviado (art. 1968.2 del CC), la acción de responsabilidad contractual, careciendo de plazo especial expreso, prescribe a los 15 años, conforme a la regla general establecida para las acciones personales (art. 1964 del CC). Puesto que el art. 1964 del CC no señala el momento en que se inicia el cómputo del plazo, remitiéndose éste con carácter general al momento de la contratación⁽⁹⁰⁾, en el caso de inexactitudes del folleto, cuando finalmente no se suscriban o vendan las acciones, creemos oportuno remitir el inicio del cómputo al momento de publicación del folleto. La disparidad en el plazo de prescripción será el criterio decisivo para optar por un tipo u otro de responsabilidad en los casos en que sea posible la opción por existir una acumulación de responsabilidades. Ello hará que en la mayoría de supuestos en que la opción sea posible se opte por el plazo de 15 años que otorga la vía contractual⁽⁹¹⁾.

Pero en el ámbito mercantil no parece que el dilatado plazo de 15 años sea un plazo apropiado o razonable para reclamar indemnizaciones por las falseda-

(88) MORALES MORENO, A.M., “Comentario a los arts. 1269 y 1270...”, *cit.*, pp. 411 y ss.

(89) ALONSO PÉREZ, M., *ob. cit.*, p. 906.

(90) GARCÍA RUBIO, *ob. cit.*, p. 226.

(91) No obstante, como ha observado GARCÍA RUBIO, cabe imaginar supuestos en que la vía del art. 1964 del CC se halle definitivamente cerrada y aún resulte utilizable por el perjudicado la vía del art. 1968.2 del CC. Tal es el caso de la víctima del dolo que descubre la existencia de éste quince años después de celebrado el contrato; *ob. cit.*, p. 227.

des del folleto. El empleo de este plazo puede dar lugar a situaciones tan indeseables para la vida societaria como aquella en que la anulación del contrato de suscripción o venta de los valores tuviese lugar a los dos años desde su perfección, y la acción indemnizatoria se ejercitase trece años después. Lo deseable, a nuestro juicio, sería *de lege ferenda* la existencia de un plazo intermedio (similar al plazo de 4 años para el ejercicio de la acción de anulabilidad) especialmente previsto por las normas que regulan los procedimientos de las ofertas al público de valores para el ejercicio de la acción indemnizatoria por defectos del folleto informativo, de forma similar a como acontece en los ordenamientos anglosajones.

No existiendo este plazo específico en nuestro derecho, la opción del plazo de un año nos parece más oportuna para exigir indemnización por los defectos del folleto, sobre todo si se tiene en cuenta que el plazo comienza a computarse desde el momento en que el perjudicado tuvo conocimiento de la inexactitud o omisión, tiempo suficiente para que éste decida sobre el ejercicio de la acción. Sin embargo, la remisión en bloque a la disciplina civil sobre responsabilidad precontractual permite que, mientras no exista una regulación especial de la acción indemnizatoria por falsedades del folleto, el recurso al plazo de prescripción de 15 años quede siempre abierto para los supuestos en que sea posible optar, por existir una acumulación de responsabilidades. Incluso, no es aventurado admitir que, en el resto de supuestos, también es posible este plazo de prescripción, ya que cuando la única vía de resarcimiento fuera la del art. 1902 del CC y el plazo del año hubiese transcurrido, siempre podría existir la posibilidad última de utilizar la acción de enriquecimiento injusto, que prescribe igualmente a los quince años⁽⁹²⁾.

(92) Es la doctrina jurisprudencial la que ha sentado los presupuestos de ejercicio de esta acción. DÍEZ-PICAZO. *Sistema...*, cit., p. 504. GARCÍA RUBIO, *ob. cit.*, p. 229.

LA COMISIÓN DE CONTROL DE CUMPLIMIENTO NORMATIVO (*COMPLIANCE COMMITTEE*) DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN^(*)

JAVIER WENCESLAO IBÁÑEZ JIMÉNEZ

Profesor Propio de la Universidad Pontificia Comillas

SUMARIO

- I. LA CONTRIBUCIÓN DE LAS COMISIONES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN A LA CONSECUCIÓN DE LOS OBJETIVOS CORPORATIVOS Y SOCIALES.
 1. **Las Comisiones del Consejo de Administración en el primero y en el segundo movimiento español de *corporate governance* o buen gobierno empresarial.**
 - A) Las Comisiones del Consejo de Administración y el buen gobierno de las sociedades.
 - B) Estructura de las Comisiones en el Informe y en el Código Olivencia.
 - C) Las modificaciones introducidas por el *Informe Aldama* y su justificación en el contexto del movimiento norteamericano y europeo de reforma de los sistemas de buen gobierno corporativo.
 2. **Objetivos formales y objetivos reales de las Comisiones del Consejo.**
 - A) Presupuestos de la dualidad de objetivos.

(*) Inscrito en el marzo del Grupo de Investigación *La modernización del sistema financiero español* (Res. UPCO, 15-9-2002).

- B) Delimitación de los objetivos nominales o formales.
- C) Proyección hacia objetivos reales divergentes.

II. LOS FINES PARTICULARES DE LA COMISIÓN DE CUMPLIMIENTO: SUPERVISIÓN Y CONTROL DE *LEGAL COMPLIANCE*.

1. Claves de delimitación conceptual.

- A) La comisión de cumplimiento normativo en el seno del Consejo de Administración en las sociedades de capital.
- B) Figuras y denominaciones afines.

2. Costes y beneficios de la adscripción al Comité de Auditoría.

- A) La regla de la absorción de comisiones y la minimización de costes.
- B) Límites racionales de la absorción del *compliance committee* por otras comisiones, especialmente por el Comité de Auditoría, y ventajas de su autonomía respecto a este último.
- C) Otras opciones racionales de absorción.

3. Examen empírico de la situación española.

- A) El sector bancario.
- B) El sector energético.
- C) El sector comunicaciones.
- D) Otras sociedades cotizadas.

III. CUESTIONES SOBRE LA RESPONSABILIDAD DE LOS MIEMBROS DEL COMITÉ DE CUMPLIMIENTO NORMATIVO.

1. Los sujetos responsables en los códigos de buen gobierno corporativo.

- A). El protagonismo debido de los independientes: sentido y límites.
- B) La responsabilidad de los consejeros ejecutivos en la *compliance*.

2. Las relaciones intraorgánicas, interorgánicas y extraorgánicas de los miembros del comité.

- A) La corresponsabilidad de los administradores en la *compliance*, y el *plus* de responsabilidad de los miembros del comité de cumplimiento normativo.
- B) Las expectativas legítimas del accionariado sobre el control de cumplimiento normativo y la responsabilidad de los *compliance controllers*.
- C) Las expectativas del mercado.

IV. CONCLUSIONES.

I. LA CONTRIBUCIÓN DE LAS COMISIONES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN A LA CONSECUCIÓN DE LOS OBJETIVOS CORPORATIVOS Y SOCIALES

1. Las Comisiones del Consejo de Administración en el primero y en el segundo movimiento español de *corporate governance* o buen gobierno empresarial

A) Las Comisiones del Consejo de Administración y el buen gobierno de las sociedades

Las Comisiones o Comités del Consejo de Administración son cuasi-órganos que extienden la actividad del propio órgano de administración de las sociedades de capital cuando actúa colegiadamente (*ex collegiata activitate*). La propia estructura de cada una de las Comisiones es a su vez colegiada, de suerte que todos los Comités vienen a actuar en el seno del Consejo reproduciendo en alguna medida la composición y el régimen de funcionamiento del órgano, actuando así a modo de consejos menores donde se desarrolla una actividad conjunta, común o concertada por los administradores designados por el Consejo, que resulta substancialmente idéntica en sus aspectos prácticos y de desenvolvimiento operativo a la del propio Consejo (cfr. art. 136 LSA)⁽¹⁾. Si bien, desde una óptica funcional y competencial, su desempeño queda circunscrito sustancialmente a la ejecución de cometidos especiales o labores de ámbito especial, o bien al desarrollo preciso de funciones especializadas atribuidas de ordinario al Consejo, las cuales, en todo caso, vienen ordenadas al óptimo desempeño de las funciones generales del órgano delegante.

En esta especialización se distinguen substancialmente estas Comisiones o Comités de la tradicional Comisión ejecutiva o Consejo delegado que regula

(1) Es discutible que cada Comité no sea un órgano social *stricto sensu*, pues la Ley no atribuye tal condición únicamente al Consejo de Administración (cfr. arts. 133.2 y 136 LSA), sino además a “cualquier otro órgano colegiado de administración” (art. 143 de ese *corpus legium*, con relación a la impugnabilidad de acuerdos colegiadamente adoptados por los administradores). Y los comités son órganos *colegiados*, eso es incuestionable. Deciden por mayoría sobre los asuntos de su competencia y actúan expresando una voluntad propia. Ahora bien, ninguno de los comités, no es menos cierto, constituye el órgano de administración. Tampoco una parte del mismo. Aunque se considere que estemos ante órganos sociales, en todo caso, son siempre subordinados o menores [cfr. el art. 22.b)1, inciso segundo, del Reglamento del Consejo de Administración de TELEFÓNICA, rechazando con sentido práctico calificar como “órganos sociales” a las comisiones delegadas del Consejo, sin duda previniendo la aparición de conflictos de interés]. Lo cual es cierto en la medida en que todos dependen del órgano delegante que los constituyó, sometiéndose en todo, por lo demás, al criterio y a la decisión final del Consejo (el precitado Reglamento, por eso, los configura como “instrumentos al servicio del Consejo”). De ahí que parezca oportuno el empleo de la expresión *subórgano* del Consejo para calificar la naturaleza del Comité o Comisión.

nuestra legislación societaria (art. 141.1 LSA), que en realidad es una mera comisión permanente o de trabajo activo y cúspide de responsabilidad del Consejo, donde se reproduce toda la actividad de éste, salvo, desde luego, en el caso de las materias que contempla el art. 141.2 LSA (rendición de cuentas y presentación de Balances a la Junta general y las facultades que ésta atribuya al Consejo con carácter indelegable). De esta suerte, las Comisiones pueden reproducir y desarrollar la actuación del Consejo de modo desconcentrado y pormenorizado, a través del mecanismo de atribución (que no delegación propiamente dicha) por su Pleno de ciertas y determinadas potestades o *facultades* (que no funciones) ⁽²⁾.

En este marco surge la posibilidad de que, en el acuerdo de atribución o delegación *lato sensu*, se le asignen a cada Comisión *facultades* concretas que supongan en la práctica la realización o ejecución de tareas de *control de cumplimiento* (*compliance control*) sobre determinadas áreas funcionales de la empresa (cfr. el último precepto citado, *in fine*, y el 149.1 del RRM). Por tanto, cabe concluir que una de las notas que distinguen sin ambages a los Comités o Comisiones es la especialización funcional, desde la perspectiva del *contenido* (*ratione materiae*) material o ámbito especializado y acotado de la realidad societaria sobre la cual se proyectan sus actuaciones.

Precisamente la diversidad de tareas en una sociedad de gran tamaño es la primera razón que aconseja dividir las labores colegiadas de los administradores, quienes, pudiendo pertenecer por su afinidad profesional o curricular a

(2) Está vivo el debate doctrinal acerca de si la facultad de delegar corresponde por mandato legal al Consejo con exclusión de la Junta (parece disconforme IGLESIAS PRADA, *Administración y delegación de facultades en la sociedad anónima*, Madrid, 1971, 148). Tampoco parece cerrada esta cuestión: si lo que puede delegar el Consejo son facultades, o funciones, o, además, asuntos o labores concretas, las cuales, a juicio de algunos, no son delegaciones *propio sensu*, sino apoderamientos concretos contrapuestos a la delegación permanente que se hace en la Comisión Ejecutiva (conformes, SÁNCHEZ CALERO, F., “Administradores”, *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, IV, Madrid, 1994; POLO, “Los administradores y el Consejo de Administración de la Sociedad anónima”, *Comentario al Régimen legal de las Sociedades mercantiles*, vol. VI, Madrid, 1992, 486; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “La delegación de facultades del Consejo de administración de la sociedad anónima”, *Revista de Sociedades* 1, 1993, 97; ROCA FERNÁNDEZ-CASTANY, “La delegación de facultades por el Consejo de Administración en la Sociedad anónima”, *Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. II, Madrid, 2002, 1827). Sin embargo, el carácter estable de las Comisiones parece apuntar a la existencia de delegaciones (*rectius*, atribuciones) genuinas de la *función genérica de control o supervisión propia del Consejo* en aspectos concretos, sin perjuicio de la reserva última al Consejo de las “decisiones de control” (PAZ-ARES, “El gobierno de las sociedades: un apunte de política legislativa”, *Homenaje a Sánchez Calero*, cit., II, 1811). En ningún caso, recuérdese, las Comisiones adoptan acuerdos del Consejo por delegación (*Informe Olivencia*, 3.6; v. el comentario al respecto de MARTÍNEZ SANZ, “Régimen interno y delegación de facultades en el Consejo de Administración de la sociedad anónima”, *Homenaje*, cit., II, 1767).

varias comisiones simultáneamente, se integran en ellas aportando su saber en el marco de una actuación específica y diferenciada, que se orienta a resolver concretos problemas de gestión o de control de gestión que se presentan en la compañía, y a planificar la directriz de su actividad futura también de modo separado en el seno de cada subórgano u órgano subordinado.

B) Estructura de las Comisiones en el Informe y en el Código Olivencia

De conformidad con las previsiones del Informe de la *Comisión Especial para la elaboración de un Código de buen gobierno de los Consejos de Administración (Comité Olivencia*, constituido por Acuerdo del Consejo de Ministros de 1997, que fructificó en la redacción del propio Informe y de su anexo *Código de Buen Gobierno* para las sociedades), el óptimo desempeño de la función general y última del Consejo de Administración en una sociedad abierta, a saber, la “general de supervisión” en aras del interés social o de los accionistas, requiere la constitución de Comisiones coadyuvantes en la mejora de la eficacia del órgano. Se conciben como grupos de trabajo de carácter informativo, consultivo o de asesoramiento al pleno del Consejo (cfr. art. 14.1 del *Reglamento-Tipo del Consejo de Administración* propuesto por la CNMV en consonancia con los criterios del *Comité Olivencia*). Grupos de trabajo integrados exclusivamente por consejeros, cuya labor óptima en aras del interés social o del accionariado, según consenso uniforme de los expertos, ha de responder a las características de:

a) Especialización. Se persigue implementar un óptimo control de gestión sobre ciertas áreas de actividad de la empresa en sus relaciones internas, comprendiendo al propio órgano de administración, y externas, vale decir, con grupos de interés ajenos a los socios y a los órganos sociales.

b) Prevención de ineficiencias a través de una mejora de los sistemas de control o supervisión en cada área. La actuación de las Comisiones, en sus áreas competenciales respectivas, es sustancialmente preparatoria y preventiva de errores en la actuación, especialmente de aquellos imputables a consejeros ejecutivos o internos. De ahí que se recomiende su integración mayoritaria por consejeros externos, sin perjuicio de la necesaria presencia de ejecutivos para informar debidamente de las cuestiones gerenciales o de ejecución de estrategias o políticas corporativas.

c) Valor estratégico. La valencia funcional de las Comisiones se justifica por el carácter vital que, para la materialización del interés social, adquiere el control sobre las áreas de especialización de cada una en las tareas de control corporativo. El valor estratégico de una Comisión para el Consejo depende, entre otros factores, de su tamaño, de su competencia, de su regulación y del margen positivo que vaya arrojando un adecuado análisis coste-beneficio de su actividad en el seno del Consejo.

d) Voluntariedad y carácter consultivo (v. *Informe Olivencia*, 3.6). Sólo se implantan las Comisiones o Comités necesarios para la mejora gubernativa, y su labor no puede vincular a los demás consejeros, especialmente a los ejecutivos. No se trata de que los miembros de las Comisiones impongan al Consejo su parecer, sino de que le faciliten el proceso decisorio, desde una perspectiva no coercitiva y eminentemente técnica.

e) Equilibrio orgánico. La eficacia del Consejo requiere que los Comités ayuden a evitar conflictos de interés entre consejeros, y entre éstos y el accionariado, contribuyendo a la estabilidad corporativa y al equilibrio de poder interorgánico. Para lo cual resulta imprescindible facilitar la neutralidad o imparcialidad de su trabajo, contando con el auxilio de los independientes del Consejo.

El *Informe Olivencia* recomendaba en febrero de 1998 que la estructura interna de los Comités o Comisiones, consonantemente con las características precisadas, respondiese a los principios de suficiencia personal, selección objetiva e independencia de sus miembros, y transparencia, así retributiva como informativa, *ad intra et ad extra*.

La estructura de las Comisiones adoptada por cada sociedad, en particular cotizada, debe, de conformidad con los criterios del Informe precisado, orientarse hacia la prosecución en todos los casos de un funcionamiento óptimo o eficiente del Consejo, lo cual presupone, claro, la propia eficiencia funcional de cada una de las propias Comisiones o Comités, como partes del Consejo en pleno. Y para mejorar ese funcionamiento deviene necesaria, según se acaba de enunciar, la transparencia informativa, en primer término dable entre cada Comité y el Consejo en pleno o en su integridad. El flujo de información especializada debe partir del Comité, y llegar al Consejo en tiempo oportuno y por el cauce adecuado. Es sabido que la opinión de los miembros del Comité no vincula al pleno del Consejo en la medida en que éste no puede quedar vinculado por sus propios subórganos, menos aún si su actuación, cual es el caso, reviste carácter estrictamente consultivo o de apoyo y en ningún caso ejecutivo o coercitivo.

De otra parte, el Informe propugna una línea de funcionamiento de los Comités dinámica y constante, congruente con el principio de transparencia y maximización del uso de informaciones, lo cual lleva a recomendar, entre otros aspectos, la información previa a los miembros sobre el orden del día, la participación del Secretario del Consejo como Secretario de cada Comisión, la periodicidad de las sesiones, la comunicación de actas a los consejeros y directivos relevantes, y la información *a posteriori* sobre la composición y actividades de cada Comité al accionariado, en la memoria y en el informe de gestión.

En particular, la *Comisión Olivencia* recomendaba por conducto de su Informe (§ 3.6) el desdoblamiento funcional del Consejo conforme a una es-

estructura de Comités cuatripartita: Auditoría, para la evaluación de las auditorías y para el control financiero interno o verificación contable; Nombramientos, para velar por la correcta selección de administradores; Retribuciones, para fijar las políticas de remuneración de consejeros y directivos; y Cumplimiento, para vigilar la observancia de las reglas de gobierno corporativo, Comisión llamada a veces de Gobierno, Supervisión Corporativa o Vigilancia Corporativa.

El establecimiento de esta última comisión, objeto central de nuestro estudio, se recomienda vivamente para el caso de las sociedades de mayor dispersión de capital, tamaño de actividad y complejidad organizativa. Sin embargo, no puede perderse de vista que el *Informe Olivencia* propugna una estructura flexible de Comités del órgano de administración. De ahí que la acumulación o concentración de Comités parece aconsejable si y sólo si se dan razones de insuficiente tamaño de actividad u organización para sostenerlas como autónomas (así, se aconseja unir la de Auditoría a la de Cumplimiento, Gobierno, Supervisión o Vigilancia; la de Nombramientos a la de Retribuciones). Se proclama allí, paralelamente, que sería oportuno ampliar el elenco de Comités estándar presentados en determinados casos, implantando otros más especializados allí donde sus tareas resultasen eficientes en atención a concretas necesidades del desempeño del Consejo o de la mejor consecución del objeto social corporativo y, en última instancia, del interés social.

Precisamente, estas necesidades son las que, como se indicará más adelante, han traído en algunas de nuestras mayores sociedades cotizadas, en el último ejercicio económico cerrado (1 de enero de 2002 a 31 de diciembre 2002), un más que oportuno desdoblamiento de las funciones que de ordinario se asignan a la Comisión o Comité de Auditoría y Control, distinguiendo entre un Comité de Auditoría y Control especializado en el control de las cuentas corporativas y en el control de auditoría externa e interna, dirigido, así, hacia la *financial compliance* o control del cumplimiento de los estándares (también legales) en materia financiera⁽³⁾; y una serie de Comités donde también se realiza un control de cumplimiento normativo (así, Comisión de Nombramientos, Retribuciones y *Buen Gobierno*; Comisión de Recursos Humanos y *Reputación Corporativa*; y, sobre todo, Comisión de *Regulación*) en otros órdenes, y en particular, en el orden propiamente jurídico o estrictamente regulatorio (*legal compliance*)⁽⁴⁾.

(3) Cfr., por ejemplo, art. 24 del Reglamento del Consejo de Administración de Telefónica, y § 6.2 del *Informe Anual de Gobierno Corporativo 2002* de la misma sociedad, Madrid, marzo 2003, 32-34, asimismo disponible en www.telefonica.es.

(4) Cfr. *Informe Anual*, cit., 35-41.

- C) Las modificaciones introducidas por el *Informe Aldama* y su justificación en el contexto del movimiento norteamericano y europeo de reforma de los sistemas de buen gobierno corporativo

La *Comisión Especial para el fomento de la Transparencia y la Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas* (*Comisión Aldama*, nombrada así popularmente en atención al apellido de quien fue su presidente) era constituida por Acuerdo del Consejo de Ministros de 19 de julio de 2002 con el propósito de adecuar los sistemas marco o modelo de gobierno societario a los estándares propuestos desde la crisis económica y bursátil de 2000-2001 por los expertos norteamericanos, cuya traducción transcontinental se concreta en el *Winter Report*, paradigma del buen gobierno empresarial coetáneo en el entorno de la Unión Europea. Asimismo se propone la Comisión Aldama adecuar las prácticas de administración empresarial a los mínimos imperativos introducidos en nuestro Ordenamiento por la Ley Financiera (44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero).

Se trata, según se consignaba en la parte dispositiva de aquel Acuerdo, de servir nuevos “criterios y pautas” a los emisores de instrumentos y valores cotizados en sus relaciones con los mercados y sus profesionales, incluyendo a auditores externos, consultores y analistas, quienes habían protagonizado algunos de los mayores escándalos financieros en el trienio inaugural del siglo. Dichas pautas no tenían otro norte que el refuerzo de la transparencia y la seguridad de los mercados, singularmente a la vista de la experiencia española acumulada en el quinquenio 1998-2002 a raíz de la puesta en práctica de las recomendaciones servidas por la Comisión Olivencia.

En punto a la estructura y función de las Comisiones o Comités del Consejo de Administración, el *Informe Aldama* insiste en su necesario establecimiento a favor de la eficiencia, amparando los ya conocidos argumentos de especialización técnica, fortalecimiento de la reflexión sobre buen gobierno por áreas corporativas de acuerdo con el principio de diversificación funcional, y, sobre todo, alivio de tareas y costes administrativos al pleno del Consejo⁽⁵⁾.

La estructura de Comisiones propuesta para la *best governance* comprende, “sin perjuicio de cuantas otras puedan constituir las sociedades o del desglo-

(5) “El fortalecimiento y, de modo especial, la eficacia en el desarrollo de las funciones del Consejo requieren la constitución de Comisiones especializadas en su seno, a fin de diversificar el trabajo y asegurar que, en determinadas materias relevantes cuya inmediatez e importancia no exigen su remisión directa al pleno del Consejo, las propuestas y acuerdos del mismo hayan pasado primero por un órgano especializado que pueda filtrar e informar sus decisiones, a fin de reforzar las garantías de objetividad y reflexión de sus acuerdos”.

se en varias Comisiones” de las propuestas ⁽⁶⁾, la ejecutiva o Delegada prevista en la LSA como potestativa (§ 5.1 del Informe); la de Auditoría y Control (§ 5.2); la de Nombramientos y Retribuciones (§ 5.3); y la de Estrategia e Inversiones (§ 5.4). Esta última no se previó en el *Informe Olivencia*, y se especializa en el análisis del riesgo de firma, especialmente en operaciones corporativas o de *corporate finance*. De otra parte, desaparece ahora la mención que hacía ese informe a la Comisión de Selecciones, ahora unida a la de Retribuciones como Comité de Nombramientos y Retribuciones, vista la escasa operatividad práctica y la poca implantación de que han gozado entre 1998 y 2003 los comités exclusivamente dedicados al control y evaluación de los procesos de selección de administradores.

Atendiendo en particular al Comité que examinamos, llamado en el Informe Olivencia “Cumplimiento” (literalmente, *Compliance*), pero también conocido en otros códigos extranjeros y en muchas sociedades cotizadas con nombres como “Control”, “Gobierno” o “Supervisión”, debe observarse en primer término su supresión como subórgano específico, y su readscripción más o menos solapada a la Comisión de Auditoría, siguiendo la praxis de nuestras mayores corporaciones cotizadas. El apartado 5.2 del Informe recuerda la *obligación legal* de contar con una Comisión de Auditoría que el art. 47 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre impuso a las sociedades cotizadas recientemente. Pues bien: apartándose en buena medida de la línea que adoptaba el *Informe Olivencia*, el *Informe Aldama* viene a identificar esta Comisión como “de Auditoría y Control”, practicando una refundición entre las que antes eran de Auditoría en sentido estricto, y “Cumplimiento”, en el Informe y en el Código Olivencia.

Viene en este punto el Comité Aldama a recomendar que la Comisión integradora de ambas, la de Auditoría y Control, quede compuesta sólo por consejeros externos y expertos, manteniendo una razón entre dominicales e independientes análoga a la del Consejo en pleno, e instando a que la presida precisamente un independiente, en aras de la transparencia y de la integridad de su función.

Justamente al examinar las competencias que debería contemplar el Reglamento del Consejo de Administración según el *Informe Aldama*, o bien el propio Reglamento de esta Comisión, como competencias mínimas y específicas, se repara fácilmente en que no estamos ahora ante un subórgano *general* de control de cumplimiento normativo (*compliance control*) sino, antes bien, ante un subórgano que, aunque viene a configurarse nominalmente según una particular orientación hacia el control y la evaluación societaria interna, sólo lo hace

(6) Así lo proclama la introducción al § 5 del Informe.

funcionalmente en cambio, en materia financiera, contable y presupuestaria. Así, siguiendo la propia práctica corporativa, cita el *Informe Aldama* como función específica de control o supervisión de la actividad financiera el control de la aplicación de reglas sobre auditoría; asimismo, el control sobre las normas legales e internas de producción de las Cuentas Anuales y estados financieros que han de remitirse a los reguladores y supervisores; además, el análisis de las normas y criterios contables, especialmente en materia de riesgos financieros; y, por añadidura, control de seguimiento normas internas de auditoría, entre otras funciones de *financial compliance*, cuyo elenco no parece haber querido agotar la Comisión Aldama al redactar su Informe.

Nótese, y esto es sin duda lo más llamativo, que, en la enumeración de Comités estándar que efectúa en su apartado 5 el *Informe Aldama*, no se menciona la de Cumplimiento propiamente dicha entre las de orden especial (entendiendo como genérica la ejecutiva o delegada, única cuyo régimen contempla hoy nuestra LSA en su art. 141.1), y sí sólo otras que, no obstante, desempeñan funciones de control de cumplimiento parcial respecto a su área funcional específica: Auditoría, Nombramientos y Retribuciones, y la de Estrategia e Inversiones.

Al suprimir la recomendación que hacía la Comisión Olivencia de contar con un Comité o Comisión de Cumplimiento⁽⁷⁾, antes llamado en los trabajos preparatorios de la Comisión Especial “Comité de Gobierno o Vigilancia Corporativa”, como garante específico de la independencia de todos los consejeros y de la *compliance* por el propio Consejo de su misión última supervisora de la gestión en aras del interés social o común de los socios, *se vacía de contenido la función de compliance, descentralizada ahora o dispersa en todos los Comités*.

En efecto, mientras el *Informe Olivencia* contempla esta Comisión como un *selfwatcher* del órgano de administración, específicamente encargado de “vigilar la observancia de las reglas que componen el sistema de gobierno de la compañía, revisar periódicamente sus resultados y elevar al Consejo las propuestas de reforma” (*ibidem infra*), el *Informe Aldama* suprime su necesidad como autoevaluador específico, reconduciendo la *compliance* explícita (no la implícita, que está en la raíz de la actuación de cualquier Comité) al espacio de la Auditoría y de las finanzas corporativas, o, mejor dicho, reduciéndola a este terreno en su formulación explícita.

A nuestro parecer, más que una fusión de comisiones (Auditoría y Control, concebida conjuntamente a modo de Comité que practica la Auditoría y que, a su vez, realiza la Supervisión del Buen Gobierno societario), lo que se ha producido es una supresión, en la medida en que la *financial compliance* jugaba ya

(7) § 3.6, p. 31.

un papel dominante en la Comisión de Auditoría que presentaba el Informe Olivencia, obrando en este terreno con igual o superior intensidad en las exigencias supervisoras del cumplimiento normativo, aun sin denominarse entonces “Comisión de Auditoría y Control”, que en el Comité supuestamente homólogo y refundido que presenta el Informe Aldama.

Recuérdese que la Comisión Especial para la redacción de un Código de Buen Gobierno que trabajó en el verano de 1997, en cuyas labores para la versión presentada por la CNMV tuvo el honor de participar, proponía como alternativa eficaz para la auto-evaluación global del Consejo, en los casos en que no se deseara constituir un Comité de Cumplimiento, Gobierno o Vigilancia Corporativa, el seguimiento de la *director’s compliance* por el Secretario del Consejo, casi más viniendo a presentar esta opción como remedio paliativo de un mal menor que como genuina solución eficiente, particularmente cuando la empresa es de gran tamaño.

Pero las funciones de autoevaluación global e individual del Consejo y de sus Comités, y hasta de los primeros ejecutivos no administradores, al menos en los términos en que aconsejaba ejecutarlas el *Informe Olivencia*, *no doubt*, desaparecen sin explicación en el que ha redactado la Comisión Aldama, cuyos miembros parecen haber seguido la opción *soft* de subordinar la Comisión de Cumplimiento a la de Auditoría. Esta subordinación traspasa en la práctica, como veremos, la mera solución de fusión eficiente de Comités que insinuaba el *Informe Olivencia* como solución de mínimos al establecer el principio autorregulatorio aplicado a la estimación de la estructura óptima de Comités (Informe, 3.6, “Las Comisiones delegadas de control”, *in fine*, 32; cfr. “Recomendación 8, que insta a la autonomía de una comisión específica para la “evaluación del sistema de gobierno”, llamada “Cumplimiento”).

2. Objetivos formales y objetivos reales de las Comisiones del Consejo

A) Presupuestos de la dualidad de objetivos

Tratan las líneas siguientes de mostrar por qué junto a los fines proclamados por los Informes de los expertos en buen gobierno societario como propios de los Comités se dan otros en la práctica corporativa que complican sustancialmente el panorama de la eficiencia en el control y reducción de los costes de agencia en que incurre el accionariado al depositar su patrimonio en manos de los administradores, y al dejar en sus manos, de paso, su confianza, en la medi-

da en que el mandato dado por el socio al administrador se desenvuelve en un marco fiduciario⁽⁸⁾.

No pretendemos calificar, siquiera soterradamente, esa situación factual de convivencia o coexistencia entre ambos tipos de objetivos, como *hipocresía corporativa*, mas sólo constatar el hecho, cierto, relevante y contrastado con suficiencia en nuestras grandes sociedades cotizadas, de que el movimiento social y corporativo favorable a la instauración de prácticas y criterios de buen gobierno corporativo está siendo aprovechado en la inmensa mayoría de los casos para realizar cambios de control accionarial, con la consiguiente remoción de numerosos cargos en los órganos de administración, realizándose profusamente operaciones y estrategias corporativas de concentración donde, desde luego y en medida no menor, se aplica el “tirón” de la *new governance* al ensayo y experimentación de tecnologías de gestión y trabajo en el seno de los órganos societarios, no ya en paralelo, sino incluso al margen o por fuera de los objetivos generales de creación de valor para el accionista. Objetivos éstos que se suponen vigentes, sin que exista evidencia bastante ni manifestación explícita de los expertos en contrario, por lo que continúan imbuyendo la teleología de todos los cambios drásticos que se están dando en el sistema y en la práctica del gobierno empresarial. A nuestro juicio, se ubican en la raíz de la precitada dualidad de objetivos (formales y reales o estratégicos), entre otras, las causas que se exponen:

a) Compulsión social exógena. Es bien conocida la generalización actual de una nueva filosofía que impregna la *agenda de managers and directors* en muchas sociedades de capital de gran tamaño, así en Estados Unidos como en Europa, particularmente a partir de la reacción de supervisores y reguladores de todo el planeta ante los escándalos financieros de lo que ya se ha dado en denominar la *era posttecnológica*. Se trata del propósito, más o menos abiertamente confesado, de introducir y, sobre todo, proclamar y difundir, la configuración societaria de un estatuto formal de *compliance* que sea juzgado públicamente acorde con las nuevas exigencias del *corporate governance*. Se trata, ante todo, e independientemente de la intención real de los gestores, de *parecer o aparentar* inscritos en dirección favorable hacia la adopción de criterios más rigurosos en la auto-depuración de responsabilidades y en la propia exigencia

(8) Cfr. BAÍLLO MORALES-ARCE, “El aseguramiento de la responsabilidad civil de los administradores: especial referencia al problema del dolo como excepción oponible o inoponible”, *Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. II, Madrid, 2002, 1264, con referencia a las pólizas de seguro de responsabilidad civil de los administradores que reputan “acto incorrecto” el “abuso de confianza”; confianza que, incluso, admite el apartado 3.5 del *Código de Conducta de los miembros del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo* en el marco de las “relaciones con los grupos de presión”, siempre dentro de los límites que imponen las exigencias de integridad e independencia.

de estándares de buen gobierno. Éstos vienen a concebirse desde dentro de los órganos de dirección y administración, en la mayoría de los casos, como objetivos sólo teóricamente propuestos, mas real, solapada e intencionalmente impuestos, desde diversos ámbitos: en primer lugar por el supervisor, que, por referirnos exclusivamente al caso español, no ha impuesto el modelo del Código Olivencia, pero ejerce coacción indirecta por la vía de la declaración de actividades de buen gobierno y su *compliance*, exigiendo incluso a los emisores cotizados justificar las eventuales omisiones o desviaciones de la auto-regulación respecto del modelo de código-marco⁽⁹⁾; en segundo término por el entorno social exógeno o extracorporativo, a la sazón cultivado por unos poderes mediáticos que machaconamente insisten sobre la necesidad de instaurar una cultura corporativa de la transparencia *razonable* a semejanza de la *fair disclosure* estadounidense; en tercer orden, en particular: por los mercados y sus agentes inversores más desprotegidos, cuyas nuevas exigencias deben cumplirse para sostener la *reputación* corporativa, y aun el propio mercado⁽¹⁰⁾; y por la competencia, cada vez más ávida en todos los sectores, de anticiparse a ofrecer una imagen renovada de sanidad ética en su cúpula corporativa, en aras de la imprescindible transmisión de confianza y credibilidad *ad omnes*. En determinados casos, el movimiento favorable a la transparencia llega a plasmarse en reformas legales concretas: en el caso español es significativo el paquete de reformas introducidas en las normas de conducta de la LMV (arts. 79 a 83) por la Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, para luchar

(9) En 2002, las sociedades cotizadas españolas no cumplieron con mayor profusión o intensidad las recomendaciones del Código Olivencia que en años anteriores, a juicio de la CNMV. Sólo ocho emisores declararon en ese año seguir las 23 recomendaciones, mientras que, por término medio, su cumplimiento pleno alcanzó a un 80% de recomendaciones. Dicha *full compliance* es más frecuente entre las sociedades que cuentan con un capital más disperso, de amplia flotación bursátil. Y, por cierto, una de las recomendaciones menos seguidas es la relativa a la disposición por la sociedad de comisiones, como la de cumplimiento normativo, eminentemente integradas por consejeros externos, en particular independientes, pese al creciente peso relativo de esta modalidad de consejero en los órganos de administración de nuestras sociedades cotizadas (*Memoria de la CNMV. Informe anual sobre sus actividades 2002*, Madrid, abril de 2003, 56).

(10) Vid. *Memoria de la CNMV, Informe Anual*, cit., 32-34, 54 y 71. Para un repaso de las relaciones entre autorregulación y modelos de la actividad profesional en los mercados, como determinantes de la confianza en los mercados, puede verse nuestro trabajo “Ética y normas de conducta profesional en los mercados de valores”, en *Ética y mercado de valores*, IBÁÑEZ JIMÉNEZ/FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ (Dirs.), Marcial Pons, Madrid, 2002, 50-62.

contra el abuso de mercado⁽¹¹⁾. Pero el movimiento reformista va mucho más lejos, y ahí está la Ley 26/2003, por reforzar la transparencia de las sociedades cotizadas; y el Proyecto de Código de Sociedades Mercantiles, introductor de la sociedad cotizada como nuevo tipo legal a cuyo órgano de administración se imponen exigencias más elevadas, también en materia de control de cumplimiento normativo (cfr. arts. 431 a 435).

b) Presión societaria interna. A pesar de lo incipiente que en países como España es aún el fenómeno de manifestación popular o masiva del accionariado minoritario de las grandes sociedades, y, en particular, su movilización efectiva, en contra de las políticas destructoras o mitigadoras de los procesos generadores de valor que pergeñan, implementan y ejecutan, incluso torticera-mente, los administradores conniventes con grupúsculos de socios significati-vos, de referencia o de control, a modo de reacción, todavía débil, lo cierto es que se está dejando sentir muy últimamente, avanzada la crisis bursátil global, la presión societaria interna ejercida por las propias masas de pequeños accionis-tas. Éstos vienen a ser convenientemente informados para el óptimo ejercicio de sus derechos de voto y representación por canales de comunicación financiera ajenos al emisor, o incluso internos siguiendo directrices políticas corporativas de abundancia informativa, en el seno de las propias Juntas Generales, y espe-cialmente en las últimas ordinarias de 2001 a 2003.

No cabe ya desdeñar la importancia que comienza a cobrar, y sobre todo, la que revestirá en los próximos años, este factor de prerrevolución accionarial, especialmente a la hora de impulsar el proceso de *self-disclosure* societaria que han de comandar los órganos de gobierno de nuestras mayores sociedades⁽¹²⁾.

Ni cabe tampoco cuestionar una firme voluntad actual del legislador socie-tario de brindar al accionista mecanismos ágiles de canalización de sus dere-chos políticos hacia su modo de ejercicio normal, distorsionado desde hace muchos años por el exceso de poder que de sólito acumula el órgano de admi-nistración en las sociedades cuyo capital se negocia por cauces bursátiles. Cuando menos, se desea dejar expedita la vía para que la obsolescencia de la Ley ante las nuevas tecnologías de la información no constituya un obstáculo insalvable para la efectividad político-societaria interna del ejercicio de los

(11) Cfr. *Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado)*; DOCE L 96, de 12 de abril de 2003, p. 16.

(12) Según pudimos exponer en el *III Foro “José de la Vega-DIEM” sobre transparencia y responsabilidad social cooperativa*, en conferencia titulada *La resolución del accionariado: sentido político-legal, económico y ético social* (San Lorenzo de El Escorial, 30-VI-2003; conforme F. SÁNCHEZ CALERO, *El futuro de las Juntas Generales de accionistas de sociedades cotizadas*, en *III Foro*, cit.

derechos de voto y representación en la Junta General⁽¹³⁾. No en vano el Proyecto de Ley de reforma de la LSA y la LMV explicita la posibilidad de ejercer el derecho de voto por cauce telemático; otro tanto acaece con su delegación electrónica informática (*e-proxy*)⁽¹⁴⁾.

c) Establecimiento de normas indirectas coercitivas relacionadas con la constitución de las comisiones. No existe en nuestro Ordenamiento legal, así en el Derecho del mercado de capitales como en el de sociedades, precepto alguno que imponga a las sociedades cotizadas la obligación de dividir el trabajo del órgano de administración atribuyendo a diversos Comités o Comisiones competencias funcional e interna (intra-orgánicamente) delimitadas por el contenido material de sus labores. Sin embargo, algunas reglas de la legislación del mercado de valores acogen un principio de coerción indirecta a través de la elevación de las normas internas de conducta al rango de normas sometidas al control del supervisor de los mercados. Así lo hace el art. 78.2 LMV, en su versión reformada por el art. 38 de la Ley 44/2002 (Ley de Reforma precitada, que rebautizaron popularmente los parlamentarios de modo abreviado por *Ley Financiera*).

d) Estrategias corporativas no proclamadas. Es bien sabido que los administradores de las sociedades cotizadas han de consignar en los *prospectuses* o documentos informativos del inversor las razones de las operaciones corporativas *off the market* que realizan por cuenta de sus sociedades, particularmente cuando se colocan, cual es sólito, en la posición jurídica de oferentes o proponentes de negocios de adquisición o venta de valores mobiliarios al margen del mercado bursátil (cfr. inciso once del art. del nuevo Decreto 432/2003 sobre OPAs, modificativo del todavía vigente 1197/1991, de 25 de julio, art. 15.1.II.g) cfr. 15.2; y v. arts. 15 a 22 del Decreto 291/1992, de 27 de marzo, asimismo aún vigente aunque modificado por el 2590/1998, de 7 de diciembre, al socaire de la Ley 37/1998, de Reforma de la LMV).

B) Delimitación de los objetivos nominales o formales

a) Creación de valor para el accionista (interés social). La concepción financiera del valor que propugna el Informe Olivencia en su apartado 1.3 es

(13) Extensa y últimamente, IBÁÑEZ, *El ejercicio telemático de los derechos del accionista en las sociedades cotizadas españolas*, RDM 249, septiembre 2003, pp. 1015-1098.

(14) A modo de catálogo de cuestiones generales sobre la delegación y sus alternativas de futuro, puede verse, con referencia al caso italiano, GATTI, S., “La nuova disciplina italiana della rappresentanza del socio nell’assemblea delle società per azioni quotate in borsa, Homenaje”, *cit.*, cap. 86, 2719-2748; para el caso español, TAPIA HERMIDA, A.J., “La Junta General de accionistas de la sociedad cotizada”, *Homenaje*, vol. II, cap. 93, 2917-2955.

una concepción patrimonialista del interés social, concebido como el de todos los socios. Lo que no resuelve el Informe es la cuestión de la medida ni la del método de evaluación del interés social en términos de creación de riqueza. Esta cuestión deben resolverla los economistas financieros, sobre todo, y también los expertos en contabilidad y finanzas corporativas: es un problema de valoración. La cuestión ideológica o de orientación teleológica de la actividad del Consejo quedaba así resuelta definiendo el interés social en términos económicos, aunque el sistema de medida quedase indeterminado. Este criterio se proponía en 1997 como más adecuado para la depuración de responsabilidades de los administradores, y, sobre todo, para satisfacer las expectativas de los inversores en grandes sociedades cotizadas.

Sin embargo, la crisis bursátil, de un lado, y del otro la extensión de los principios de responsabilidad social corporativa propuestos en el Libro Verde de la Unión Europea que regula esta materia, como respuesta a una mayor sensibilización de los agentes económicos hacia su entorno social, dejan en entredicho el paradigma financiero de la creación de valor.

Y en tela de juicio lo ponen, en efecto, porque el inversor ya no asume como válidas algunas de las medidas tradicionales del valor de su inversión; por ejemplo, el dividendo, que puede resultar nimio en sociedades con altos *Price Earning Ratios (PERs)*, si no va acompañado de otros rendimientos adicionales (y no sólo el incremento patrimonial por reventa de la propia acción o de sus derechos de suscripción por encima de su coste teórico), algunos medibles sólo en términos de *satisfacción accionarial*: por ejemplo, la facilitación del ejercicio de sus derechos políticos, la elevación de sus primas de asistencia, y, sobre todo, la transparencia percibida por el socio al ejercitar su derecho de información sobre la sociedad y sus valores emitidos⁽¹⁵⁾.

De otra parte, los socios prefieren *ceteris paribus* decantarse por inversiones socialmente responsables, o sencillamente por aquellas que aglutinen algún componente social, según prueban algunos recientes estudios de los expertos en responsabilidad social corporativa.

Con todo, subsisten algunos de los riesgos apuntados por el *Informe Olivencia* cuando insinuaba que otras interpretaciones no exclusivamente económicas del interés social podrían confundir al Consejo, impidiéndole ejercer su supervisión según una directriz clara; no en vano los llamados *balances socia-*

(15) Sobre el problema de la percepción de transparencia y su impacto sobre la evaluación bursátil, v. BLANCO BERMÚDEZ e IBÁÑEZ JIMÉNEZ, “La ética en el ámbito de las relaciones entre inversores y emisores, *sub* III, “El compromiso de las sociedades cotizadas con la transparencia y su garantía a través del sistema de relaciones con inversores”, en IBÁÑEZ JIMÉNEZ y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ (Dirs.), *Ética y Mercado de Valores*, cit., 161-167.

les que miden el valor en términos de adecuación con el medio ambiente y el entorno social, como complemento de la información financiera tradicional, son de complicada y, sobre todo, parcamente estandarizada interpretación; de hecho, es en nuestros días cuando están proliferando los sistemas de auditoría de responsabilidad social corporativa⁽¹⁶⁾.

b) Responsabilidad social corporativa. La empresa, encarnada en la gestión por sus administradores y directivos, debe responder ante los socios de su actuación, a virtud del principio de creación o maximización de valor para el accionista, y por virtud de la tutela del interés social, identificado a la sazón con esa creación y optimización, según proclamaba ya el *Informe Olivencia* (1.3). Sin embargo, el Consejo y la dirección no pueden desconsiderar los intereses de otros grupos concernidos por la propia empresa (proveedores y otros financiadores, clientes, trabajadores), ni los de la comunidad social donde ésta se enraiza al crear sus sedes corporativas, en la medida en que el impacto ambiental, cultural, sociopolítico y hasta filosófico y ético de esa comunidad interactúa por fuerza con la empresa.

En definitiva, si el Consejo de Administración está sujeto al principio de *cuenta y razón*, es decir, ha de responder ante los socios por su gestión, también debe hacerlo en este ámbito, el de la responsabilidad corporativa de orden social (*rectius*, *extrasocial* o ajena al ámbito societario interno). Esto es cierto en la medida en que también los socios y demás *stakeholders* pueden depurar responsabilidades *sociales* de los consejeros, también en este ámbito particular, tan en boga actualmente, sobre todo a partir de la divulgación de los escándalos financieros de mayor calado social en Estados Unidos y en Europa⁽¹⁷⁾.

(16) No podemos compartir la idea vertida en el *Informe Olivencia* (1.3, segundo inciso), de que la medida económica o economicista exclusiva del interés social “acompaña eficientemente el diseño de la organización a los incentivos y riesgos de todas las partes implicadas en la empresa”, por varios motivos. El primero, porque otros *stakeholders* no retribuidos, e incluso irrelevantes para la cuenta de resultados y el balance económico de la sociedad, son beneficiarios o perjudicados directos de las políticas de gobierno corporativo. Por ejemplo, las poblaciones de asentamiento industrial. El segundo, porque existen riesgos medioambientales o políticos no consignados en el balance tradicional o en las memorias de las cuentas anuales, aunque podrían (y deberían serlo) mediante sistemas eficientes de detección de riesgo (y registrarse en balance clásico por cuentas de orden, provisiones, o incluso *off balance*, presentándose en la Memoria). Pero a los supervisores internos de la contabilidad tradicional parecen escapárseles esos riesgos extraordinarios, que, a la postre, cobran máxima relevancia cuando son, precisamente, desconocidos por accionistas y demás *stakeholders*; piénsese en determinados riesgos medioambientales asumidos por multinacionales energéticas, o en los riesgos políticos que contraen inversores en economías emergentes. Ciertamente, los *balances sociales* constituyen una fuente inapreciable para el inversor a la hora de evaluar racionalmente su posición corporativa.

(17) Cfr. *Memoria de la CNMV*, cit., 32.

c) Eficiente desempeño del agente y mitigación de costes de agencia. Según proclamaba el *Informe Aldama*, el eficiente desempeño de su papel de agencia por parte del órgano de administración de las sociedades de capital, en particular cotizadas, pasa por la racionalización y concentración de funciones en subórganos especializados que filtren la información relevante, ayudando al Pleno del Consejo y a la Comisión Ejecutiva a la toma eficiente de decisiones (v. *supra*, 1.3).

C) Proyección hacia objetivos reales divergentes

Dichos objetivos son innumerables, y no se contemplan en los códigos de buen gobierno societario, en cuanto que constituyen estrategias corporativas singulares y no responden al principio de cuenta y razón o responsabilidad directa de los administradores. Con todo, estos objetivos estratégicos sí pueden (y deben siempre) responder al principio de maximización de valor creado para el accionista. Sólo *a posteriori*, sin embargo, puede medirse ese valor, una vez trasvasado a la cuenta de resultados corporativa el efecto neto de las actuaciones emprendidas.

A título de ejemplos, cabe citar la creación y el desarrollo de *intangibles* innovadores en el segmento respecto a la competencia (es el caso de la estructuración de comités especializados en el diseño de actividades de control, y por su efecto, de una imagen de respeto al público y medioambiental competitiva y acorde con los parámetros sectoriales de actuación socialmente responsable, en especial en empresas energéticas), el lavado de una imagen corporativa eventualmente dañada por gestores deficientes (es el caso de algunas entidades bancarias en España, que no será preciso recordar), el propósito de recuperar o consolidar clientela estratégica (caso de corporaciones de objeto social tecnológico o biotecnológico), la mejora de la reputación de determinados miembros del órgano de administración cara a futuros movimientos estratégicos en el seno del propio Consejo o de sus Comisiones (tal orientación es palpable en la creación o reestructuración de la mayor parte de los Comités en las sociedades que integran el IBEX-35), la publicitación de operaciones vinculadas entre consejeros denostados y accionistas de referencia (supuesto muy frecuente en sociedades estadounidenses cotizadas, aún escasamente utilizado aquí, pese a la proliferación de operaciones vinculadas que *de lege ferenda* se estiman de imprescindible *disclosure*), la preparación de una defensa antiOPA o de una OPA hostil por parte, respectivamente, de miembros del órgano de administración de una eventual sociedad destinataria u oferente, o el ajuste racional de la valoración de acciones en una fusión por absorción donde la sociedad absorbida

establece *governance committees* acordes con las expectativas que engendra la cultura corporativa de la absorbente⁽¹⁸⁾.

II. LOS FINES PARTICULARES DE LA COMISIÓN DE CUMPLIMIENTO: SUPERVISIÓN Y CONTROL DE *LEGAL COMPLIANCE*

1. Claves de delimitación conceptual

A) La comisión de cumplimiento normativo en el seno del Consejo de Administración de las sociedades de capital

De conformidad con el *Informe Olivencia*, la necesidad de que las sociedades de capital dispongan de una Comisión de Cumplimiento Normativo se funda sobre la conveniencia de disponer en todo momento de sistemas y mecanismos ágiles de evaluación y corrección de la actividad y del funcionamiento del Consejo. Si éste es el órgano societario garante del funcionamiento eficiente de los *managers* o directivos, resulta que, en cuanto agente, mandatario o comisionista del accionariado, precisa de vigilancia por parte de los propios socios, en aras del interés social. Ahora bien, si quien vigila es un Comité de Vigilancia integrado por consejeros, la vigilancia normalmente será sólo nominal, a pesar de que el Comité esté (también formalmente, desde luego), integrado por miembros independientes de la gestión, señaladamente de los consejeros ejecutivos, cabeza de puente entre Consejo y demás *managers* cuya gestión debe planificar, supervisar y controlar el Consejo.

De otra parte, se fundamenta la razón de ser de esta Comisión en la conveniencia de dotar al Consejo de un espacio (suborgánico o intraorgánico) de reflexión sobre una de las cuestiones de mayor preocupación para los expertos en *governance*: el cumplimiento de las normas del Ordenamiento por parte de los miembros del Consejo, de un lado, y del otro, el cumplimiento interno de las *autorregulaciones* referentes al Consejo, así Reglamentos internos del órgano

(18) V. GARRIDO GARCÍA, J.M.^a, "La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil", *Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. 2, 2719-2744; QUERE, M., "French poison pill and takeover restrictions", *International Financial Law Review*, junio 1988, 8-13; AGNELLET, P., GEOFFROY, L. y VIARNAUD, J., *OPA et stratégies anti-OPA. Une approche internationale*, Eska, París, 1989, 22-59; GANT, J., "Takeover tactics", *Investment international*, septiembre 1989, 17-20; LINN, S. y McCONNELL, J., "An empirical investigation of the impact of antitakeover amendments on common stock prices", *Journal of Financial Economics* 11, 1983, 361-399.

como códigos corporativos de buen gobierno o conducta ética dirigidos a los administradores. La misma crítica aducida antes respecto a la función de vigilancia puede ser reproducida respecto al control del cumplimiento de normas autoimpuestas por quienes, después, han de contrastar su aplicación.

En desarrollo de las dos funciones genéricas del Comité de Supervisión que se han especificado, el *Informe Olivencia* recomendaba a las sociedades de capital dotarse de un marco normativo especificador de competencias tales como:

a) Evaluar el funcionamiento del Consejo y de sus Comités, incluido el propio Comité de Supervisión, en aras del ansiado *governance enhancement pro sociis*. Evaluación que, idealmente, habría de consignarse en una Memoria Anual del Comité.

b) Medir individualmente el nivel de cumplimiento de las normas por parte de cada administrador, y en particular, de las autorregulaciones del Consejo referentes al estatuto personal del consejero. El *Informe Olivencia* destacó su preferencia por la inclusión del resultado de este examen en el Informe de Gestión adjunto a las Cuentas Anuales; aprobada la Ley 26/2003, la sede idónea es el Informe Anual de Gobierno Corporativo (art. 116 LMV).

c) Controlar y supervisar particularmente el rendimiento del primer ejecutivo (*Chief Executive Officer*), incluso en el supuesto de que su persona coincida con la del Presidente de la compañía, supuesto en el cual éste debe ausentarse del Comité por razón del evidente conflicto de intereses, y asimismo con un propósito facilitador de informes independientes. No se olvide que el *Informe Olivencia* patrocina la integración del Comité por un mínimo de tres consejeros independientes.

d) Realizar paralelamente un seguimiento detallado del rendimiento de otros gestores de primer nivel, en particular los que componen el núcleo de lo que el Ordenamiento laboral conoce como *alta dirección*.

B) Figuras y denominaciones afines

Como ya se advirtió, la Comisión de Cumplimiento Normativo ha recibido denominaciones muy diversas, alusivas al contenido de sus funciones de control corporativo. Por ejemplo, Supervisión, Vigilancia Corporativa, (buen) Gobierno, Control de Cumplimiento (normativo o legal), Control Corporativo, entre otras.

Ciertamente, parte de la confusión sobre el origen y sobre las funciones de esta Comisión proviene de su variedad de denominaciones. Asimismo obedece

el desconocimiento sobre ésta a presentar menor frecuencia estadística a la hora de la elaboración, por parte de los grupos de expertos internacionales designados gubernativamente, de códigos de conducta-marco o códigos-guía en todo el ámbito comparado de la Unión Europea, pese a la rotundidad con que en dichos códigos o en sus correspondientes Informes se afirma la necesidad de disponer de la Comisión de Cumplimiento o Control Corporativo ⁽¹⁹⁾.

2. Costes y beneficios de la adscripción al Comité de Auditoría

A) La regla de la absorción de comisiones y la minimización de costes

La concentración de Comités minimiza los costes de control y supervisión ínsitos en la actividad del órgano de administración de las sociedades. La constitución de nuevas o autónomas Comisiones sólo se justifica en interés social, y eso supone que los beneficios derivados de su constitución y ejecución de tareas excedan a los costes.

Un mecanismo habitual en las sociedades es la absorción de Comités, esto es, la fusión de dos preestablecidos, o la subordinación *ab initio* de las tareas y procedimientos de uno a las de otro reputado principal a la sazón. Tal sucede, según hemos puesto de relieve, con la Comisión de Control en el *Informe Aldama*, que se supedita a la actividad y métodos del Comité de Auditoría, con el que se confunde y el cual lo absorbe.

Sin embargo, una cosa es la concentración de Comités para paliar costes, y otra asaz distinta su dilución, calculada o sobrevenida en la práctica, por falta de especialidad de competencias o de singularidad de las tareas cuya realización se diseña conjuntamente por dentro del Comité único. Así, sucede con frecuencia que en un Comité de Auditoría y Control todas las competencias de control lo son sólo sobre la auditoría (externa o interna); o que estamos ante sistemas de vigilancia y supervisión específicos de auditoría, que siguen los estándares de la profesión auditora, pero no los propios de un sistema general de control de buen

(19) En el caso alemán de modelo dual de Consejo (Comité de Vigilancia más Junta Directiva) es el Comité de Vigilancia (*Aufsichtsrat*) quien debe nombrar comités, incluso el de *compliance*, si existe. Decimos si existe, porque es justamente la función de control de cumplimiento normativo una de las que definen la función genérica de control de cumplimiento o desempeño atribuidas al Comité de Vigilancia, incluyendo el autocontrol de *performance*. Esto se expresa perfectamente en el *Cromme Kodex* (abril de 2002, § 5.6: “*Der Aufsichtsrat soll regelmässig die Effizienz seiner Tätigkeit überprüfen*; y § 5.3.1: “*Der Aufsichtsrat soll abhängig von den spezifischen Gegebenheiten des Unternehmens und der Anzahl seinen Mitglieder fachlich qualifizierte Ausschüsse bilden. Diese dienen der Steigerung der Effizienz der Aufsichtsratsarbeit und der Behandlung komplexer Sachverhalte*”).

gobierno corporativo. La regulación interna del Comité resulta crucial tanto a la hora de discriminar si existe absorción o dilución, como para conocer si su concentración o práctica desaparición atañe al funcionamiento eficiente del órgano de administración, y en qué medida.

- B) Límites racionales de la absorción del *compliance committee* por otras comisiones, especialmente por el Comité de Auditoría, y ventajas de su autonomía respecto a este último

Desde la óptica racional del análisis coste-beneficio, y al margen de otras consideraciones legítimas, sólo puede venir justificada la absorción:

a) Cuando la Comisión de Cumplimiento no se estime instrumento capaz para asegurar o promover la independencia de los órganos de gobierno o de los consejeros; *a contrario*, debe procurarse su autónomo establecimiento si es un elemento promotor de la independiente actuación de los consejeros o de los demás Comités.

b) En cuanto no resulte útil para mejorar o asegurar una efectiva supervisión del órgano de Administración, de sus miembros o de los otros Comités o Comisiones. *A contrario sensu*, debe constituirse si contribuye a un control efectivo sobre el órgano de administración.

c) En aquella medida en que no sirva para mejorar o garantizar la efectiva supervisión por parte o a cargo del Consejo de Administración, tarea esencial de este órgano en cuanto concebido a modo de instrumento del gobierno de las sociedades en interés de sus propietarios. En cambio, debe promoverse su implantación allí donde lo aconseje una mejor supervisión sobre los gestores, directivos, equipos de trabajadores o *dependientes* en el sentido del Código de Comercio, y en general, un mejor control del desempeño de las tareas funcionales o estratégicas corporativas.

Las ventajas que se siguen de la autonomía del Comité de Cumplimiento en las grandes sociedades cotizadas, por consiguiente, aparecen con bastante claridad a medida que éste desempeña su labor de conformidad con las reglas y principios de buen gobierno corporativo, y pueden resumirse así: en primer lugar, permite a aquél realizar un seguimiento específico del grado de cumplimiento por parte de los administradores de las normas jurídicas, en particular de las regulaciones internas, y, dentro de éstas, de las referentes a buen gobierno de la sociedad, lo cual facilita las tareas de otros Comités (por ejemplo, el de Retribuciones, o el de Nombramientos); en segundo término, no constriñe el control del cumplimiento normativo al área de la auditoría, lo cual proporciona una visión corporativa global a los propios miembros del Consejo, no sólo a los que integren el Comité; en tercer orden de cosas, facilita la corrección perma-

nente y el *aggiornamento* de las normas internas, en particular del Reglamento del Consejo de Administración, cuya correcta y adecuada redacción resulta crucial para el buen desempeño de las tareas del órgano.

Por tanto, debemos concluir que, allí donde los costes de trabajo, tiempo o incompatibilidad no sean excesivos, debe apostarse por la constitución del Comité de Cumplimiento. A modo de ejemplo de costes por incompatibilidad excesivos, piénsese en los casos de conflictos de intereses entre miembros del Consejo o de sus Comités, o entre éstos y la sociedad, capaces de mermar la labor de vigilancia, que precisamente ha de ser promotora, y no perturbadora, de la independencia. Dado que es creciente en complejidad y exigencia, en el entorno empresarial coetáneo, el tejido de la autonormación, no puede extrañar que las mayores sociedades estén respondiendo a esas nuevas situaciones constituyendo Comités o Comisiones adecuados.

C) Otras opciones racionales de absorción

Los redactores del *Informe Olivencia* ya observaron la inconveniencia de adscribir la Comisión de Supervisión y Vigilancia a otras comisiones o comités distintos del de Auditoría. En particular, se pronunciaban por la incompatibilidad entre el primero y los de Nombramientos y Retribuciones. La razón argüida era bien simple: atribuida a la Comisión de Auditoría la función general de control financiero, y concebida la función financiera como aspecto clave del éxito societario, parecía inoportuna una eventual acumulación o inclusión de las competencias de la Comisión de Supervisión o Cumplimiento en otra Comisión o Comité que no fuese el reputado principal o fundamental para la marcha de los negocios.

Sin embargo, precisamente en el propio Informe Olivencia no se llega a razonar la desventaja, y menos aún, la impracticabilidad, de la adscripción del Comité de Supervisión a otros alternativos, y muy en particular al de Nombramientos, cuando, sin embargo, algunos expertos de la propia Comisión Olivencia han puesto de relieve en los trabajos preparatorios del Informe la formación de la Comisión de Vigilancia o Gobierno por independientes en representación de las Comisiones de Nombramientos y Retribuciones, y no sólo la de Auditoría. En la práctica societaria española, siquiera parcialmente, según veremos, se produce esta adscripción alternativa, cuyo juicio de racionalidad apriorístico, cuando menos, es positivo. De modo que, desde el punto de vista del alivio de costes de funcionamiento, tan absorbentes de la función de control de cumplimiento podrían resultar, (y acaso con costes comparables según el sector de actividad o el objeto social), estas comisiones distintas de la de Auditoría, como la de Auditoría misma. Sin embargo, sin duda debido a la concepción patrimonialista o financiera del interés social prevalente en el entorno corporativo du-

rante la época de redacción del *Informe Olivencia* y durante toda la década de los noventa, pareció oportuno que la comisión absorbente potencial idónea fuese la Comisión de Auditoría.

Semejante concepción parece discutible cuando menos, no sólo por el lento pero inexorable cambio de paradigma del interés social hacia un interés complejo y de la colectividad, sino también por los costes con que la eficacia en la supervisión, tarea irrenunciable del *compliance committee*. En especial, los que genera la dilución práctica de la suspensión global, en el seno de las labores específicas de control de auditoría financiera, cual acontece de ordinario en las empresas españolas y se expone seguidamente. Según tendremos ocasión de comprobar, algunas sociedades han repartido la función de control último del cumplimiento normativo entre distintas comisiones, e incluso, han asignado a unidades especiales por fuera del Consejo de Administración, (de carácter mixto directivo-gestor o de carácter delegado, directo o indirecto, del órgano de administración), estas labores, que, incluso, se refuerzan por la asignada a la Secretaría del Consejo. Lo que no ha de parecer chocante, si se considera la naturaleza eminentemente supervisora de legalidad o de formalidad jurídica de las labores que tradicional y actualmente viene desempeñando el Secretario.

3. Examen empírico de la situación española

A) El sector bancario

Por la propia naturaleza financiera de su actividad, el control de cumplimiento normativo realizado por los administradores de los bancos se centra en el control de auditoría y de la aplicación de los sistemas de contabilidad y registro de operaciones, en orden a la prevención de riesgos externos o exógenos, y también internos o propios de una gestión deficiente.

No puede desconocerse que durante los últimos años se suceden demasiados casos de difusión de irregularidades contables o de auditoría, llegadas a público conocimiento del accionariado y, en última instancia, de la opinión social, de manera ominosa o con escándalo causante de daño a la cotización, lo que probablemente no habría tenido lugar, o se habría evitado en su magnitud completa, contando con la colaboración en materia de *compliance* de un Comité del Consejo *ad hoc*.

En algunos de nuestros mayores bancos cuyos títulos están admitidos a negociación oficial, la Comisión en cuestión es denominada de Auditoría y Cumplimiento (así, en el Código de Buen Gobierno y Reglamento de régimen interno del Consejo de SCH); Auditoría, Control y Retribuciones (Banco Popular) o sencillamente, Control (BBVA), y, en general, viene siguiendo el modelo *integrado y de absorción* del Comité de Supervisión por el que vigila la función

de Auditoría. De esta manera, son funciones de la Comisión de Auditoría, en cuanto Comisión de Cumplimiento o seguimiento normativo, supervisar el cumplimiento del contrato de auditoría, comprobar la adecuación e integridad de los sistemas internos de control financiero de la compañía, o vigilar el cumplimiento de los requerimientos legales en materia de control de cuentas del banco o del grupo bancario, así como en materia de control de aplicación de los principios de contabilidad aceptados con generalidad⁽²⁰⁾.

Sin embargo, existen indicios también de que la llamada Comisión de Auditoría y Cumplimiento también desempeña funciones más propias de un Comité de Buen Gobierno Corporativo o de Vigilancia Corporativa, siguiendo el *modelo integrado y de autonomía funcional* o segmentación entre las funciones de control de auditoría y supervisión general. Así, nos encontramos con que es misión de la Comisión de Auditoría y Control “examinar el cumplimiento del Código General de Conducta y su Anexo en relación con los Mercados de Valores, y, en general, de las reglas de gobierno de la sociedad, y hacer las propuestas necesarias para su mejora”⁽²¹⁾; en otros casos, la llamada Comisión de Control no se denomina Comisión de Auditoría a un tiempo, mas es éste de

(20) Este enfoque es exclusivo en el Banco Popular, cuya Comisión Delegada Especial de “Auditoría, Control y Retribuciones” reduce su misión de control de cumplimiento normativo al campo de los “principios y prácticas profesionales de las cuentas anuales”, y al de los “sistemas de control” internos (*Informe de Gobierno Corporativo 2002*, Madrid 2003, sub Sección Segunda: *Criterios de Gobierno Corporativo en el Popular*, apartado 7 (Autocontrol), 3 (Comisiones Delegadas Especiales), espacio donde cabe una labor de seguimiento de *compliance* más genérica, en la línea de trabajo de la “Oficina de Cumplimiento Normativo” creada en 2002 para velar por la adecuación permanente de la entidad al ordenamiento vigente, estableciendo procedimientos de control internos que aseguren la detección y corrección de aquellos comportamientos que pongan en riesgo el buen nombre y la reputación de la sociedad” (*Informe, cit.*, Sección Primera: *Introducción al Gobierno Corporativo en el Grupo*, B, *passim*). Dicha Oficina ejerce “funciones propias del órgano de administración” (*ibidem*), pero no es un Comité de Cumplimiento Normativo, pues no es parte o subórgano del Consejo; depende, en cambio, de la Comisión de Auditoría, Control y Retribuciones, lo que prueba la función específica de *compliance control* que el Consejo del Banco ha querido recientemente reasignar al Comité, en la línea de la absorción con dualidad funcional. Téngase presente, por lo demás, que el Popular desdobra sus funciones de control de cumplimiento al asignar a la Comisión de Nombramientos, Gobierno y Conflictos de Interés funciones de control de calidad del flujo informativo dado y tomado por los administradores, velando por el cumplimiento de sus deberes de lealtad y diligencia, asegurando además que el Consejo apruebe su “informe anual razonado sobre las reglas de gobierno corporativo del Banco” (*Informe, Sección Segunda*, ap. 7.3, § cuarto).

(21) *Código buen gobierno Santander Central Hispano*, Madrid, 1993, 217; cfr. art. 14 *Reglamento de Gobierno Corporativo* del SCH, disponible asimismo en su *website*. Obsérvanse funciones de control de cumplimiento más específicas en las reglas referentes a otros comités constituidos por el banco: la Comisión Delegada de Riesgos (art. 12 del precitado *Reglamento*), la de Nombramientos y Retribuciones (arts. 15 y 19 a 21), y la de Tecnología, Productividad y Calidad (art. 12), donde no se dan, en cambio, funciones genéricas de *compliance*, como era de esperar.

hecho el campo donde se despliega la función supervisora especial que tiene encomendada, en la medida en que el comité, en cuando controlador o supervisor, queda al cargo de “la implantación y mantenimiento de sistemas adecuados de control interno” a la vez que realiza la *financiam compliance*, según el modelo de absorción, en la medida en que “propone el nombramiento de auditores externos” y “examina el plan de auditoría anual”⁽²²⁾. Mas también en casos como éste, lo que se sigue, en realidad, es el modelo integrado pero autónomo, en la medida en que la autorregulación social está concebida para la autonomía funcional del control o supervisión general, allende las fronteras de la función de auditoría y control de las cuentas. De esta forma, la Comisión de Control ejerce como verdadero Comité de Cumplimiento en la línea propugnada por el *Informe Olivencia*, acometiendo labores generales de seguimiento de la *performance* de los agentes gestores⁽²³⁾.

En definitiva, el sector bancario español concibe el cumplimiento normativo como actividad crucial en áreas específicamente relacionadas con la auditoría, pero también en otras propias de la actividad bancaria ajenas al control financiero interno. En este orden de cosas, destaca la supervisión de los sistemas y operaciones que comportan participación del banco en los mercados de capitales (cumplimiento de las normas del mercado de valores⁽²⁴⁾), en las operaciones de prevención del blanqueo de capitales, y en las operaciones internas de control informático o de transmisión electrónica de datos.

Si es función genérica del Consejo la vigilancia de la gestión, tanto a cargo de los propios consejeros como de otros directivos, en el caso de la Banca esa vigilancia, por cuanto concierne al área de control de cumplimiento normativo, se centra en el control y seguimiento de los sistemas internos de información en la observancia de normas sobre gestión financiera y riesgos contraídos por la sociedad en los mercados financieros, tanto bancarios como de capitales. Junto a la Secretaría del Consejo, órgano especializado en garantizar la legalidad

(22) Artículo 48 de los Estatutos Sociales del BBVA (cfr. BBVA, *Gobierno de la Sociedad*, Madrid, 2001, 235-236,).

(23) En los propios Estatutos del BBVA (*Gobierno, cit.*, 236), se acoge una especie de modelo dualista donde la Comisión de Control, de un lado, “examina el plan de auditoría anual” (*financiam compliance*), pero, de otro, “vigila la observancia de las reglas que componen el sistema de gobierno del Grupo, evaluándolo en materia de cumplimiento normativo” (*global compliance*).

(24) En materia de cumplimiento normativo relacionado con el mercado de capitales, ciertos bancos ya disponen de autorregulaciones exhaustivas, en interés del inversor y del control del *reputational risk* interno. Así, el Código de Conducta del Grupo BBVA en los Mercados de Valores, aprobado por su Consejo de Administración el 19 de diciembre de 2000 (v. *Gobierno, cit.*, 238), y elaborado en consonancia con los criterios de la Dirección de Cumplimiento Normativo del banco, coordinadora de estas actuaciones.

formal y material de las actividades del Consejo, los Comités de Control de Cumplimiento velan por la aplicación de los principios y criterios de gobierno societario, verificando no sólo que la elaboración y difusión de la información en los planos interno y externo es conforme a las prácticas profesionales sectoriales (sobre todo, de auditoría), sino además que concuerda con las prácticas y principios generales de buen gobierno societario y conducta del órgano de administración reconocidas internamente en las normas corporativas (estatutarias, reglamentarias y demás sobre gobierno empresarial) acogidas por el banco.

B) El sector energético

Las secuelas que en los mercados financieros internacionales y en sus sistemas de supervisión dejó la quiebra de Enron, el mayor conglomerado energético mundial hasta diciembre de 2001, han generado en las mayores sociedades del sector reacciones singulares en materia de control de cumplimiento normativo, acordes con el movimiento de control de procesos contables y de información gubernativa interna impulsados por la Administración norteamericana, particularmente desde la aprobación en enero de 2002 de la *Sarbanes-Oxley Act* ⁽²⁵⁾, de corte punitivo-represivo y destinada a la lucha contra el fraude financiero en varios de sus frentes, incluyendo el de los propios órganos de administración de las sociedades cotizadas.

Entre estas peculiares reacciones de empresas energéticas en Estados Unidos ha destacado la proliferación de *Comités de Transparencia*, bien a modo de Comisiones del Consejo de Administración, bien como suerte de órganos mixtos integrados por ejecutivos y administradores, o sólo por los primeros, encargados en ambos supuestos de servir al Comité de Control o al de Supervisión datos relevantes para el desempeño óptimo de sus funciones.

En el caso español y siguiendo esta orientación, Repsol YPF constituía el 28 de noviembre de 2002 un Comité Interno de Transparencia, que ha asumido funciones que son privativas o genuinas de un Comité de Cumplimiento o de

(25) Uno de los mecanismos articulados en esta *Act* es la exigencia simultánea al Presidente del Consejo (*Chief Executive Officer*) y al Director Financiero o máximo responsable corporativo de la dirección y control de las cuentas y estados financieros (*Chief Financial Officer*) de certificar bajo su responsabilidad directa la veracidad de la información contable y financiera públicamente presentada, así como la existencia y control de los procedimientos internos de elaboración y actualización o modificación de tales informaciones (cfr. secciones 1.01 y 2.01 a 2.04 *SEC Release 33-8124*, de 29 de agosto de 2002, desarrollo reglamentario de la Ley Sarbanes-Oxley apodado “certificación de transparencia de los informes financieros anuales y trimestrales de las empresas”. Semejante *disclosure certifications* podrán venir además pertrechadas por su refrendo voluntario a cargo de un *Disclosure Committee ad hoc*, que funciona a modo de segundo órgano certificante. Éste puede, y de hecho suele, erigirse en Comité del Consejo.

Supervisión y Vigilancia, cuales son la vigilancia de la adopción y del seguimiento por la sociedad de normas jurídico-mercantiles o administrativas que afecten al buen gobierno, y de principios de buen gobierno corporativo de asunción voluntaria que difundan los reguladores o los expertos con el beneplácito de los anteriores. Y asimismo, la adopción de iniciativas prelegislativas para crear autorregulaciones acordes con aquellos principios, particularmente cara a la participación transparente de la sociedad en los mercados de valores.

Dicho Comité de Transparencia, sin embargo, ha venido a configurarse a modo de Comité funcionalmente ambiguo, en cuanto asume específicamente cometidos de *financial compliance*, ajenos a la función general de vigilancia y supervisión del cumplimiento normativo general que compete a una comisión que merezca esta denominación. De este modo, parecen reproducirse en el caso de estos *disclosure committees* algunas de las disfunciones propias del modelo monista o de absorción funcional de los comités o comisiones encargados del control de cumplimiento por parte de los comités o comisiones de auditoría⁽²⁶⁾.

Por lo demás, cualquier *Disclosure Committee* de las características de las que presentan los diseñados según el modelo estadounidense cobija competencias informativas que exceden las propias de control o supervisión última asignadas según los *Informes Aldama, Olivencia y Winter*, entre otros, a las comisiones delegadas del Consejo, y que, en cambio, son más propias de órganos directivos destinados al servicio de la optimización de los movimientos de datos necesarios para lograr la transparencia efectiva en el plano externo, frente a los inversores. Dichos órganos no son otros que los departamentos de *relaciones con accionistas o inversores*⁽²⁷⁾. Departamentos, áreas funcionales o direcciones generales de grandes sociedades cotizadas a los que el Consejo encomienda, de ordinario y substancialmente, una tarea reductora del diferencial de valor resultante entre la cotización y el valor real de la sociedad que estima ésta misma, y que viene causado por déficit informativos, en especial hacia los inversores, dignos de especial consideración por parte del Consejo⁽²⁸⁾.

(26) En el caso aludido, el Comité Interno de Transparencia está al cargo de la coordinación de procesos de establecimiento y control de métodos internos de información contable, financiera, corporativa, sobre riesgos de negocio y otros parecidos, relacionados con parámetros económicos (más información está disponible en www.repsolypf.com).

(27) Precisamente en alguna sociedad del sector, como ENDESA, la función de relaciones con inversores está representada en una Comisión, la de Auditoría y Relaciones con los Accionistas. Sin embargo, la información disponible en *website* sobre sus funciones (otro tanto acontece en UNIÓN FENOSA) aún dista de ser comparable a la de otras sociedades del sector.

(28) Cfr. BLANCO BERMÚDEZ e IBÁÑEZ JIMÉNEZ, “La ética en el ámbito de las relaciones”, *Ética y Mercado de Valores*, cit., 168-178.

Por lo demás, la problemática sobre la absorción de competencias de control por parte del Comité de Auditoría u otros se reproduce en nuestras empresas energéticas con perfiles similares a los que se presentan en los demás sectores de actividad corporativa⁽²⁹⁾. En la mayor parte de los supuestos, el sistema puede calificarse, siguiendo el patrón establecido más atrás, como monista o de absorción por el Comité de Auditoría, mas con cierto sesgo de autonomía funcional que no se observa en el caso de la banca.

Por eso, cabe afirmar que el seguimiento por nuestras empresas energéticas del espíritu del *Informe Olivencia* en punto a la racionalización funcional y al alivio de costes organizativos, en aras de la eficiencia y de la maximización de valor, ha sido superior que en el caso de sectores como el financiero, donde es palpable el apego del Consejo a la tradición que considera la actividad del control contable como matriz y campo predominante de aplicación de los parámetros de supervisión de cumplimiento de normas.

En el sector energético, en definitiva, las Comisiones habitualmente denominadas de Auditoría y Cumplimiento funcionan en España, de hecho, como verdaderos comités de *compliance* en sentido global, pareciendo las normas internas singularmente preocupadas por examinar el cumplimiento de regla-

(29) Retornando oportunamente al caso de REPSOL, debe ponerse de relieve que su Comisión de Auditoría y Control, lógicamente excluyente de otra especialista en *compliance*, debe informar previamente al Consejo en pleno sobre las normas de funcionamiento del nuevo Comité de Transparencia, formalmente subordinado a la primera en la medida en que debe ejecutar sus instrucciones (cfr. REPSOL YPF, *Información sobre gobierno corporativo 2001*, Madrid, 2002, p. 2, donde se explicita que las funciones de “control” se comparten también con el Comité de Selecciones y Retribuciones, medida racional en cuanto que no existe una comisión autónoma garante del control de cumplimiento normativo; por ejemplo, Comité de Supervisión). Igualmente cuenta el Consejo de IBERDROLA con el concurso de una Comisión de Auditoría y Cumplimiento, exclusivamente integrada por consejeros externos, para el ejercicio de sus funciones de control de cumplimiento de normas, así en materia de evaluación y control interno de riesgos relevantes del Grupo, como en materia de auditoría, en materia de información financiera a terceros, y, cómo no, siguiendo el modelo de absorción limitada o con relativa autonomía funcional, en materia de control de “cumplimiento de las disposiciones reguladoras de las actividades, requerimientos legales y de los códigos éticos de conducta que se puedan adoptar, en su caso, por el Consejo de Administración” [art. 3.1.d) del “Reglamento de la Comisión de Auditoría y Cumplimiento del Grupo Iberdrola”; cfr. art. 4.1.e), respecto de la *external compliance*; 4.1.f), en relación con la *internal compliance*, con referencia al Código de Buen Gobierno de Iberdrola, S.A. Todos los datos aparecen en la sede propia de Internet]. Por su parte, corresponde al Comité de Auditoría y Cumplimiento de RED ELÉCTRICA DE ESPAÑA el seguimiento de la aplicación de su interesante “Reglamento Interno de Conducta en el ámbito del Mercado de Valores” aprobado por el Consejo el 8 de junio de 1999, entre otras normas internas de gobierno, fieles a la filosofía inspiradora del *Informe Olivencia*, según pone de manifiesto una lectura atenta del apartado I, *Información sobre las reglas de gobierno aplicadas por la sociedad* del documento *Código de Buen Gobierno*, Madrid, 2002, esp. 126-128.

mentos de conducta y otras normas propiciatorias de eficiente desempeño por los administradores de sus deberes generales de lealtad y diligencia⁽³⁰⁾.

C) El sector comunicaciones

Naturalmente, no es inteligible ni cabal extraer consecuencia alguna de un estudio en el sector de comunicaciones español sin una referencia señera a TELEFÓNICA. En esta sociedad, pionera en tantas batallas corporativas, y también en algunas de las relativas al establecimiento y control de normas de buen gobierno corporativo, se da un modelo dualista, donde coexiste, junto a la Comisión de Auditoría y Control, otra designada como Comisión de Regulación. Considerando la denominación de esta última, parecería lógico que las funciones de control de cumplimiento normativo desarrolladas por la primera giren alrededor de la función financiera y contable, reservándose las competencias propias de una comisión de supervisión gubernativa a la de Regulación. Sin embargo esto no sucede así, según comprobaremos enseguida.

Previamente debe ponerse de relieve que la complejidad organizativa de esta sociedad ha conducido, en la práctica, a una dispersión y sobreespecialización de la *compliance*, que llevan a cabo de forma bien distribuida otras comisiones, desde la tradicional Delegada del Consejo, hasta la de Nombramientos, Retribuciones y Buen Gobierno, pasando por la de Recursos Humanos y Reputación Corporativa.

En concreto, la Comisión de Auditoría y Control realiza, al margen de sus funciones de control de cumplimiento de procesos y sistemas de auditoría financiera⁽³¹⁾, tareas de seguimiento aplicativo de normas en varias áreas normativas singulares y de contenido desigual, disperso funcionalmente y de aplica-

(30) En el caso de RED ELÉCTRICA (*Código, ibidem*) se hace responsable a este Comité de informar sobre las medidas disciplinarias impuestas a altos directivos, y de la detección de “cualquier incumplimiento de los límites establecidos legal y estatutariamente”, probando una vez más que la calidad del *compliance control* se halla estrechamente vinculada a la de la información cruzada sobre las actividades de consejeros y demás interesados relativos. Según el art. 16.3 del Reglamento del Consejo de Administración de REE, de 25 de abril de 2000, precisamente, “la función *primordial* [énfasis propio] de la Comisión de Auditoría y Cumplimiento es la de servir de apoyo al Consejo de Administración en sus cometidos de vigilancia de la gestión de la compañía”, de suerte que, en realidad, estamos, no sólo ante una genuina comisión supervisora, sino, pese a su denominación formal (Auditoría y Cumplimiento), de una comisión... ¡de Vigilancia y Auditoría, o de Control y Auditoría!, invirtiéndose el orden habitual de absorción.

(31) Donde la compañía ha incorporado innovaciones singulares como la *normativa sobre registro, comunicación y control de las informaciones financiero-contables del Grupo*, aprobada por el Consejo de TELEFÓNICA en sesión de 28 de noviembre de 2002, y destinada a incrementar el nivel de responsabilidad en el servicio de información financiera interna y externa, y a la obtención de las certificaciones de transparencia cuya implementación interna exige, entre otras medidas de *financial compliance*, la Ley Sarbanes-Oxley.

ción subjetivamente asimétrica, a saber: en primer lugar, la que ocupa el Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores, referida a códigos y reglas de comportamiento del Consejo en sus actuaciones de inversión, desinversión e información sobre el valor en estos mercados ⁽³²⁾; en segundo término, la que contiene el llamado Código de Conducta del Personal de Alta Dirección, que involucra a ejecutivos y directivos ajenos al órgano de administración; y por último la propia del Reglamento del Consejo de Administración de la compañía [cfr. su artículo 24.b)], sin perjuicio de que el control se ejerza además sobre cualesquiera otras reglas gubernativas internas.

Por su lado, la Comisión de Regulación, integrada por tres consejeros no ejecutivos y uno ejecutivo (a diferencia de las de Auditoría y Control, Nombramientos y Buen Gobierno, Reputación Corporativa y Calidad del Servicio, que cuentan con cuatro no ejecutivos y carecen de ejecutivos), no funciona como una genuina comisión supervisora. Sí lo hacen, en sus ámbitos respectivos, la de Auditoría y Control para el campo financiero, y la de Nombramientos, Retribuciones y Buen Gobierno, esta última especializada, entre otras funciones, en el control y análisis del buen gobierno corporativo por parte de los administradores, no en todos sus aspectos, sino en algunos relacionados con el cumplimiento de los deberes de *diligente administración* en los términos que viene a prescribir el tenor del art. 127 LSA según versión reformada por la *Ley 26/2003, que modifica la Ley 24/1988 y el TRLSA con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas*; y asimismo con el cumplimiento de los *deberes de lealtad*, ex art. 127 ter.3 y 4 ⁽³³⁾. De

(32) En su reunión de 30 de octubre de 2002, en sintonía con las prácticas de transparencia en el mercado de valores recomendadas por la SEC y recién implantadas en la Bolsa de Nueva York, el Consejo de TELEFÓNICA aprobó un nuevo *Reglamento Interno de Conducta* que *aggiorna* el de 24 de junio de 1998. Dirigido tanto a administradores y directivos como a empleados, se orienta a la *stock exchange regulation's compliance*, y, primordialmente, al control de eventuales abusos de información reservada o privilegiada (cfr. art. 81 LMV), razón por la que a este Reglamento Interno se le ha llamado reglamento “para el control de la información confidencial” (*Televip, La revista de las personas muy importantes de Telefónica*, 45, marzo 2003, p. 2, sub “Qué hemos hecho”).

(33) En el texto proyectado de marzo de 2003 ya se impone al administrador el deber de “comunicar cualquier situación de conflicto de interés que pudieran tener con el interés de la sociedad”, y el de abstenerse de “intervenir en la operación a que el conflicto se refiera” (127 ter.3), así como el de “comunicar la participación que tuvieran en el capital de una sociedad con el mismo, análogo o complementario género de actividad al que constituya el objeto social (...) así como la realización (...) del mismo” (127 ter.4). Se le prohíbe además “realizar en beneficio propio” o de vinculados “inversiones o cualesquiera operaciones de las que hayan tenido conocimiento con ocasión del ejercicio del cargo cuando la inversión o la operación hubiera sido ofrecida a la sociedad o tuviera interés en ella” (127 ter.2), de modo que no puedan aprovechar para sí esas *corporate opportunities*. En este terreno, el *Informe Anual de Gobierno Corporativo*

acuerdo con las normas internas, la Comisión de Regulación es sencillamente responsable del análisis, informe y propuesta al pleno del Consejo de la adopción de acuerdos referentes a política regulatoria interna, según dispone el art. 26.b) del Reglamento del Consejo, sin perjuicio de otras funciones que éste pueda asignarle. Más que ante un comité de *Compliance*, consiguientemente, nos hallamos ante un comité superespecializado en la regulación o creación de normas internas, que no sigue o supervisa su aplicación en realidad, por cuanto el control o supervisión se reservaría fundamentalmente a la Comisión de Nombramientos y Buen Gobierno; sí realiza en cambio la Comisión de Regulación funciones de cumplimiento implícitas, eso sí, en el marco estricto del concreto desempeño de su tarea directora e impulsora de las políticas autorregulatorias. Obviamente, para crear o modificar textos normativos o de conducta internos es preciso que intervenga esta Comisión, sin perjuicio de la intervención correspondiente a las demás Comisiones concernidas, según la materia regulada. Pero la esencia funcional del Comité o Comisión de Regulación no es, como la de un genuino *Compliance Committee*, controlar la aplicación de la norma, cual corresponde por lo general, en sociedades menos complejas, a las comisiones o comités de vigilancia o control de buen gobierno, o a las de supervisión corporativa, al modo en que las conciben con carácter general los informes de los expertos internacionales. Con todo, a esta Comisión de Regulación se le ha asignado una función de *non-regulatory compliance*, que es la de servir de puente informativo entre directivos y consejeros en materia regulatoria, elevando si procede a conocimiento del Consejo los asuntos de máxima prioridad para la compañía que requieran de la adopción de decisiones o estrategias puntuales⁽³⁴⁾.

2002 de Telefónica, que la sociedad viene cumpliendo anticipándose a la previsión del nuevo art. 116 LMV, expresa en su apartado 6.2 (*Comisiones Consultivas o de Control*, sub “*Comisión de Nombramientos, Retribuciones y Buen Gobierno*”), p. 37, que dicha Comisión había clarificado en 2002 a través de su propio Informe “las posibles situaciones de conflicto de interés que afectan o han afectado a miembros del Consejo de Administración o a altos directivos de la Compañía”. Esta declaración delimita un alto estándar de responsabilidad, no sólo para los obligados a declarar sus situaciones conflictivas, sino para los responsables de ambos Informes, en la medida en que serían responsables de las omisiones en ellos de conflictos de interés efectivamente generados. Por lo demás, la Comisión se ha encargado en 2002 de extender al cierre de 2002 la creación de Comisiones consultivas o de control a las sociedades del Grupo que aún no disponían de ellas (*ibidem*, 38).

(34) Esta mención a funciones de *transparency compliance*, al servicio de fines estratégicos o preventivos generales, es inapropiada a nuestro juicio, por resultar impropia de un comité de cumplimiento normativo genuino, y corresponder más bien a uno de Supervisión y Vigilancia o Buen Gobierno; esta función que se asigna a la Comisión de Regulación (cfr. *Informe*, cit., 39), bien podría haberse encomendado en esta sociedad a Nombramientos y Buen Gobierno, o a Auditoría y Control.

De otra parte, debe tenerse presente cómo el panorama de la función de *compliance* ha venido a complicarse sustancialmente en la mayor operadora de telefonía europea, singularmente a partir de la constitución en octubre de 2002 de un Comité de dirección especial, en cuya composición se integran cinco Direcciones Generales de la compañía, al cual se ha encomendado de modo específico el control de cumplimiento del nuevo Código de Conducta del Mercado de Valores corporativo, simultáneamente modificado para su adecuación a los estándares de transparencia y control de filtraciones informativas internas vigentes en los mercados de valores estadounidenses⁽³⁵⁾. El precitado Comité realiza, pues, un control de cumplimiento especial en ese ámbito, el cual viene a reforzar la *overall compliance* llevada a cabo sobre la misma materia por el Consejo a través, según se ha explicado, del Comité de Auditoría y Control. Lo que a su vez, como es natural, se lleva a efecto sin perjuicio del normal ejercicio de las competencias generales de control de cumplimiento reservadas a los demás Comités en sus ámbitos particulares⁽³⁶⁾.

En otras sociedades del sector, la Comisión de Auditoría y Cumplimiento, al margen o por fuera de la *financial compliance*, acomete importantes tareas de seguimiento de la aplicación de las leyes, especialmente en el campo de la transparencia en el mercado de capitales en interés general. En este sentido destaca la inclusión entre las competencias atribuidas a esta Comisión por el Reglamento del Consejo del GRUPO PRISA⁽³⁷⁾, de la revisión de los folletos de emisión de valores en interés del inversor, y la supervisión de cualesquiera datos financieros periódicos que suministra el Consejo a los mercados. Estas funciones se superponen a otras de seguimiento más clásicas y propias del modelo de concentración de comisiones sin absorción, vale decir, con autonomía de la función de cumplimiento, como son, entre otras, el examen del cum-

(35) La denominada “Unidad de Cumplimiento”, que funciona de modo separado respecto del propio Comité señalado, se encargará, por su parte, del núcleo de la vigilancia sobre la aplicación del nuevo Reglamento especial de prácticas de mercado. Más datos sobre este intrincado aparato pueden obtenerse de la *Subdirección General de Comunicación Corporativa-Press Office* (cfr. www.telefonica.es/saladeprensa/).

(36) No estará de más recordar aquí la reorganización de las Comisiones del Consejo de TELEFÓNICA que tuvo lugar el 26 de junio de 2002, supuso, entre otras consecuencias relevantes en el tema que nos ocupa, la atribución de más competencias sobre *best governance* a la Comisión de Nombramientos y Retribuciones.

(37) Artículo 24.3.d) del Reglamento del Consejo, disponible en prisa.es, a través del *link* “Relaciones con inversores”. Recuérdese el peso en los *media* de este Grupo, que integran, entre otros gigantes, SOGECABLE, GRUPO SANTILLANA, CINCO DÍAS, EL PAÍS o CADENA SER.

plimiento de los reglamentos de gobierno corporativo, del Consejo y de conducta de los administradores y directivos en el mercado de capitales⁽³⁸⁾.

D) Otras sociedades cotizadas

Los problemas examinados presentan perfiles similares en otros tipos sectoriales, desde el sector agroalimentario al inmobiliario y de servicios comerciales, pasando por el de transformación industrial, el tecnológico o el de *commodities* no energéticas⁽³⁹⁾.

Debe tenerse presente, por lo demás, que el desigual grado de transparencia que presentan las compañías cotizadas, y la clara insuficiencia en el cumplimiento de algunas de las recomendaciones propuestas en el *Informe Olivencia*, y sobre todo, en el más reciente *Informe Aldama*, por ciertas sociedades de determinados sectores especialmente reticentes a implantar medidas de transpa-

(38) A este último reglamento se refiere también el *Informe Anual de Gobierno Corporativo 2002* de la Compañía (cit., sub 7, *Los mercados*), con la denominación de *Reglamento Interno de Conducta en materias relativas a los Mercados de Valores* (48-49). Sus destinatarios no son específicamente consejeros y altos directivos, sino además los empleados “que por el desempeño de sus funciones pudieran tener un acceso habitual a este tipo de información” (privilegiada), cuyo tráfico no sólo se prohíbe de modo general, sino que se extiende a valores de empresas del Grupo, y se restringe temporalmente de modo específico a los tiempos en que “objetivamente existe información privilegiada dentro de la Compañía, como es el mes previo a las presentaciones de resultados o el mes previo a la formulación de las cuentas anuales por el Consejo de Administración”. Además se impone la tenencia de los valores comprados por un mínimo de seis meses a los mismos sujetos, para evitar “la especulación” sobre aquellos. Por último, regúlase ahí el tratamiento de la información confidencial, imponiendo a los involucrados obligaciones acordes con los contenidos de la Ley Financiera 44/2002, y en particular la obligación de comunicar conflictos de interés, absteniéndose de resolverlos en propio provecho. Estas obligaciones son consideradas parte del nuevo *Compliance Program* de Telefónica, por el que se articulan los medios precisos para reforzar el cumplimiento del propio reglamento, y en particular la creación del precitado Comité de Cumplimiento Normativo pentadirectorial.

(39) El 25 de febrero de 2003 anunciaba la dimisión de su presidente, Cees Van Der Hoeven, la firma holandesa de grandes superficies AHOLD. También dimitía el director financiero, Michael Meurs, luego de admitir la reformulación de su contabilidad *creativa* por más de 500 millones de dólares en sus filiales U.S. FOODSERVICE y DISCO. El anuncio de los *profit warnings* subsiguientes descolgó la cotización hacia el entorno del 38% respecto a la de los días anteriores al anuncio. La prensa especializada en esos días achacó en buena parte el desajuste, no sin tino, a la carencia de un Comité de Supervisión.

rencia (señaladamente, es bien conocido el inmobiliario ⁽⁴⁰⁾), es concausa de la asimétrica configuración de las competencias de supervisión y control de legalidad que se asignan a las Comisiones del Consejo.

III. CUESTIONES SOBRE LA RESPONSABILIDAD DE LOS MIEMBROS DEL COMITÉ DE CUMPLIMIENTO NORMATIVO

1. Los sujetos responsables en los códigos de buen gobierno corporativo

Todo miembro del órgano de administración cuando actúa colegiadamente, cual es sólito en las sociedades cuyo capital cotiza en los mercados bursátiles, sin excepción personal de especie alguna, y por el hecho mismo de formar parte integrante del mismo, se hace corresponsable del control o supervisión y del hecho mismo del suministro de la información relevante, tanto en el plano interno hacia el Consejo, como en el externo hacia los accionistas, en primer término, y en segundo hacia los mercados. Esa corresponsabilidad también se hace extensiva, cual no puede esperarse otra cosa, a las materias que atañen a la supervisión normativa [cfr. 124.2.b) RRM y 133.3 LSA].

Establecido este principio, nos planteamos seguidamente dos cuestiones particulares. En primer lugar, el rol que, en particular, deben jugar y juegan efectivamente los consejeros independientes en relación con el resto. En segundo lugar, el sentido de una eventual exigencia de especiales responsabilidades de control de cumplimiento a los ejecutivos, vista su posición relativa de puente de enlace con los órganos de dirección ajenos al Consejo.

A) El protagonismo debido de los independientes: sentido y límites

Las características de profesionalidad, competencia, experiencia e imparcialidad hacen irrenunciable el concurso y la intervención activa del consejero

(40) Es altamente revelador que, a la fecha de redacción de estas líneas (mayo de 2003) todavía no aparezca en las *websites* de METROVACESA, BAMI o URBIS, información alguna sobre sistema de gobierno corporativo. En este último caso, por ejemplo, tampoco aparece referencia alguna en esta materia en el Informe Anual de la Compañía. Tampoco en el Informe de Gestión. Por el contrario, VALLEHERMOSO, primera inmobiliaria española, presenta en Internet una sustanciosa *Información sobre la asunción del Código de Buen Gobierno*, expuesta en el *Informe Anual 2001*, donde aparece, en el seno del análisis de la *compliance* de la recomendación 8.ª del Código Olivencia (*Informe, cit.*, 154), el catálogo de funciones de la Comisión de Auditoría y Cumplimiento, adscrita a la supervisión dual de la auditoría y finanzas sociales, de un lado, y del otro, a la del cumplimiento de materias específicas de buen gobierno, como el *Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores* y demás reglas gubernativas internas (v. *Informe*, 155).

independiente en cualquier Consejo de Administración que aspire a gobernar la sociedad de conformidad con los principios de cuenta y razón, transparencia informativa y, en última instancia, actuación en interés social.

Esto resulta cierto considerando que al independiente se le supone suficientemente informado, y, sobre todo, habilitado por el propio Consejo para ejercer de contrapeso al poder de los consejeros internos o ejecutivos, criticando su labor en la medida necesaria para tutelar efectiva y eficazmente a los accionistas eventualmente perjudicados por una gestión opaca, desleal, negligente o, de cualquier manera, arbitraria.

Mucho han cavilado los expertos sobre la posibilidad de garantizar la independencia efectiva, cuenta habida de que el órgano nominador de estos consejeros es el propio Consejo, y que no existen garantías externas de independencia⁽⁴¹⁾. Al accionista sólo le cabe confiar en la buena fe del resto de consejeros a la hora de designar a quien se encarga la delicada tarea de árbitro y moderador de las conductas de los miembros del órgano, y también de sus comités. No en vano recomienda el *Informe Olivencia* la designación de independientes en el seno de éstos.

Ahora bien, si existe un campo de trabajo donde ha de manifestarse en todo su esplendor la utilidad de esta virtud, la independencia, es en el del control del cumplimiento normativo. El independiente debe tener las manos libres para recabar cualquier información que se precise para poder evaluar el seguimiento de las normas internas, y también de la Ley en toda su extensión. Los datos técnico-jurídicos necesarios se los podrá servir la asesoría legal o la Secretaría del Consejo; los de carácter económico, la Dirección Financiera o los miembros del Comité de Auditoría y Control u otros, especialmente de los que no forme parte, y, además, los directivos competentes en las áreas funcionales respectivas, singularmente si gozan además de la condición de administradores.

Sin embargo, los límites a la eficacia de la labor del independiente, en este como en otros ámbitos, vienen impuestos, en primer término, por su grado de independencia efectiva, espacio en el cual no es sólo relevante el nivel de retribución como pretenden algunos, sino también toda contraprestación implícita o explícita en términos de poder, prestigio o capital relacional acumulable por el presunto independiente, así como todo compromiso personal con los miembros del órgano de administración o personas por cuya cuenta actúan.

(41) Cfr., Informe Olivencia, III.2 y recomendación 3.ª; Informe Preda (iItalia), par. 5.1, y par. 3 de su *Codive*; par. 2.2.1 de las *Industry Guidelines* (Filandia); Secc. 4.1 del U.K. *Cadbury Report*; par. 2.3 del *Peters Report* (Holanda); 6.2 y 6.3 del *Mertzanis Report* (Grecia); III.4.D.4.a) y e) del *Comparative Study of Corporate Governance Code Relevant to the EU and its members* (diciembre 2002).

En segundo lugar, limita la eficaz labor del independiente una excesiva concentración de poder fáctico por parte de determinados consejeros ejecutivos, y no sólo por el Presidente, sin perjuicio de que la mayor parte de los costes (y asimismo beneficios) de la concentración de poder deriven de su encarnación en la persona del Presidente, particularmente cuando es primer ejecutivo de la compañía.

Por lo demás, los límites de la eficacia en la *compliance* sólo vienen determinados por la capacidad de trabajo, dedicación a la compañía y espíritu de colaboración personal en el empeño de lograr la orientación de toda la actividad societaria a la consecución del interés social.

B) La responsabilidad de los consejeros ejecutivos en la *compliance*

Los consejeros ejecutivos deben asumir responsabilidades directas en la planificación de las políticas de cumplimiento normativo desde el interior de los órganos directivos donde ejercen sus funciones ejecutivas. Asimismo han de formar parte activa en la comunicación o transmisión de datos relativos a dichas políticas al Consejo de Administración en general, y, en particular, a los demás consejeros integrantes del Comité de Cumplimiento, Buen Gobierno o Supervisión, siempre de conformidad con las prescripciones de las autorregulaciones aplicables.

No parece dudosa la necesidad de exigir al ejecutivo un compromiso firme y continuado sobre la promoción interna en el Consejo y sus Comités, especialmente en los de Cumplimiento o Supervisión de buen gobierno, de un elevado nivel de aquiescencia y hasta, por qué no, complacencia de los restantes administradores, de los directivos, e incluso de determinados empleados clave, en el propio conjunto de procesos, mecanismos o sistemas internos de control de cumplimiento normativo que se hayan articulado.

A tal efecto, compete al ejecutivo, en el entorno de su radio de influencia corporativa, promover las acciones necesarias para la difusión y el conocimiento de las reglas sobre cumplimiento normativo, los códigos de conducta y reglamentos internos, fomentando acciones formativas y de puesta en práctica de las autorregulaciones, y coordinando interdepartamentalmente dichas acciones. Esta función le corresponde, ciertamente, más como directivo o alto directivo que en cuanto miembro del órgano de administración. En cuanto administrador, en realidad, sólo ha de dar cuenta al propio órgano y al Comité de las acciones dirigidas a la coordinación y a la promoción del conocimiento interno de la *compliance*, en todos los niveles de la empresa en la medida

necesaria⁽⁴²⁾. Pero en cuanto directivo, está en sus manos la llave de la recepción y transmisión del grueso de los datos que, en cada situación, devienen relevantes para alcanzar concretos objetivos de control de cumplimiento (normativo, de desempeño u otros) dispuestos en cada caso, formalmente, por la autorregulación, y también socialmente, por el propio Consejo, desde el punto de vista de su planificación estratégica. No debe perderse de vista que el consejero ejecutivo, en la medida en que se halla naturalmente vinculado a los equipos de gestión⁽⁴³⁾, es por lo general un consejero relativamente *sobreinformado*. Su superávit informativo dimana del contacto permanente y de su integración con los órganos o departamentos donde desempeña sus cometidos ejecutivos. Y es crucial para el buen gobierno de la sociedad que los restantes consejeros puedan compartir su información, o, dicho de otro modo, es preciso limar el *informational gap* o desnivel informativo que existe entre este grupo de consejeros y los restantes, no sólo para fomentar una toma de decisiones racional por parte de los menos informados, sino sobre todo para eludir el aprovechamiento indebido eventual de oportunidades de negocio por parte de los ejecutivos en contra del interés social, entre otros tipos de conflictos de interés que suelen presentarse a estos consejeros (v. art. 127 ter LSA).

En particular, la información disponible por los ejecutivos debe ser comunicada a los restantes consejeros integrantes de todos los Comités que ejercen competencias relativas al control de cumplimiento normativo, de modo que los no ejecutivos, y en especial los independientes, puedan examinar con criterio e imparcialidad posibles desviaciones de conducta respecto de los parámetros exigidos por la reglamentación interna, o por las leyes. No se oculta a ningún observador consciente la dificultad que entraña ese examen, cuya utilidad para los socios es función directa tanto del grado de independencia real del administrador independiente, cuanto del compromiso del ejecutivo con el sistema de gobierno. Sin embargo, existe aún un tercer factor determinante, a saber, el grado de corrección y el nivel de exigencia de las reglas internas sobre control de cumplimiento y conducta corporativa, factor autónomo de la actuación *a posteriori* de los administradores involucrados, y sí dependiente en cambio de la calidad de los servicios y sistemas internos de buen gobierno y control de

(42) Buen ejemplo ofrecen en esta línea los métodos de revisión de procesos críticos de cumplimiento normativo externo e interno, y los planes específicos de formación y comunicación interna por canales internos, incluida la *intranet*, a cargo de la Dirección de Cumplimiento Normativo de BBVA, la cual viene a ser supervisada desde el Consejo por la Comisión de Control, donde colaboran administradores ejecutivos codo a codo con independientes.

(43) Por definición y en contraposición no lo están, en cambio, los consejeros independientes (cfr. § 2.1 del *Informe Olivencia*).

gestión, así en el plano jurídico o legal como en el de los recursos internos de seguimiento de gestión, particularmente en el nivel directivo o ejecutivo⁽⁴⁴⁾.

Por consiguiente, el consejero ejecutivo, por la propia naturaleza de su actividad, ha de servir como puente de enlace entre consejeros y directivos, también y singularmente, en el área de cumplimiento normativo. Para un mejor desempeño de sus competencias como informador, contará con la inestimable colaboración del Secretario del Consejo, y, naturalmente, de los consejeros independientes.

2. Las relaciones intraorgánicas, interorgánicas y extraorgánicas de los miembros del comité

A) La corresponsabilidad de los administradores en la *compliance*, y el *plus* de responsabilidad de los miembros del comité de cumplimiento normativo

En primer término, es el Presidente, en cuanto cabeza del Consejo, el primer responsable directo de velar por la *legal compliance* y por la transparencia informativa interna, esto es, entre administradores, según ya observaron en España los miembros de la Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración⁽⁴⁵⁾. Si bien ni el *Informe Olivencia* ni el más reciente *Aldama* contienen pronunciamiento favorable a la no acumulación de este cargo con el de *executive premier*, *CEO* o cúpula directiva de la empresa, pues la coincidencia está justificada por razones de economía y eficiencia en la gestión, no es desdeñable el riesgo de concentración de poder que comporta esta acumulación, y por tanto el peligro de su desviación atentatoria contra el interés de los socios. Otros riesgos no menos ciertos ponía de relieve el *Informe Olivencia*, a saber, el de confusión de responsabilidades ejecutivas y del órgano de administración, de un lado, y del otro el de obstaculización de las labores supervisoras inherentes al Consejo.

Es en este terreno donde se juega buena parte de su credibilidad todo el sistema de control de cumplimiento. Si el control debe jugar sobre todos los administradores, entre todos ellos sobre el Presidente. En particular cuando el sistema de gobierno sea *presidencialista*, trasladando el símil político, y por tanto los riesgos de acumulación de poder, y por eso mismo de ausente supervi-

(44) Es popular en la multinacional americana el dicho de que “más vale al socio un buen (*executive*) *controller* que cien independientes” (*directors*, miembros del órgano de administración).

(45) Padres del *Informe Olivencia* (v. § 3.2).

sión, se multipliquen. En estos supuestos los socios deben exigir al Presidente un comportamiento leal, y éste debe permitir la supervisión de su conducta corporativa por independientes, sin trabas a la labor de los demás administradores competentes en materia de control de cumplimiento. De nuevo, la correcta articulación de los reglamentos de conducta internos resultará determinante para la eficacia de las labores de control. En sede de aplicación de dichos reglamentos, el factor decisivo será la lealtad y honestidad personales del Presidente, tanto a la hora de designar a independientes con capacidad crítica, como a la hora de permitir el desempeño correcto y transparente de las labores de investigación por independientes y *controllers* ⁽⁴⁶⁾.

En segundo lugar ha de prestarse atención a la corresponsabilidad de los administradores vocales del Consejo en las actuaciones relativas al control de cumplimiento. En este terreno, donde la ágil transmisión de datos relevantes sobre la actividad de otros consejeros es determinante para el seguimiento eficaz del nivel de cumplimiento de las reglas internas, brillan con protagonismo propio las reglas de responsabilidad de los administradores que imponen el deber de diligente actuación, y permiten depurar las responsabilidades incurridas por actos realizados sin la diligencia que exige el cargo (arts. 127 y 133.2 LSA).

La corresponsabilidad se ha de vincular en este terreno a la facilitación del ejercicio de las acciones de responsabilidad individual o social contra los administradores en régimen de solidaridad, excepción hecha de los diligentes en la mitigación del efecto lesivo de los acuerdos adoptados (art. 133.2), en este caso en contra de las propias reglas de conducta o buen gobierno (art. 141.1; cfr. arts. 113.2, 115.1 y 116.4 LMV).

Cuando se trate de impugnar la actuación negligente de un administrador, bien en el seno del pleno del Consejo, sea en el de un Comité o Comisión cuya actividad se relacione con el control de cumplimiento normativo, la frecuente connivencia entre el administrador o administradores (también altos directivos o ejecutivos) incumplidores con los administradores negligentes en el seguimiento y control de estas conductas antisociales constituye un obstáculo difícilmente salvable con medidas que no pasen por la renovación o sustitución de los *compliance controllers*, tanto *insiders* como *outsiders* respecto al Conse-

(46) Alguna otra cautela ofrecida en el *Informe Olivencia* (§ 3.2, tercer inciso), consistía en disponer de un independiente nombrado “Vicepresidente coordinador”, con facultades especiales informativas de los consejeros; y asimismo procurar la evaluación anual del Presidente en su eventual bicéfala y coetánea condición de *primus consiliarius* y primer ejecutivo.

jo ⁽⁴⁷⁾, independientemente de las acciones de responsabilidad que merezcan ser entabladas contra quienes conculcaron contra la normativa de funcionamiento del Consejo o contra la reglamentación corporativa de mejores prácticas internas o de mercado.

B) Las expectativas legítimas del accionariado sobre el control de cumplimiento normativo y la responsabilidad de los *compliance controllers*

Los problemas apuntados no presentan un panorama especialmente abonado para la esperanza de los socios en la satisfacción de sus intereses legítimos. La falta de independencia de los consejeros formalmente nombrados como independientes, el monolitismo gubernativo de algunos Presidentes, ejecutivos y Secretarios Generales, la ausencia de un sistema de control de cumplimiento desligado de la función de auditoría y control contable, la falta de especialización funcional de los consejeros en la función supervisora especial, o la excesiva proliferación de conflictos de intereses graves entre socios y administradores en general (y en particular, entre socios de referencia o de control y determinados administradores, a veces implicados de modo principal y directo en los mecanismos de control de cumplimiento), son factores superpuestos que resultan en una práctica imposibilidad de realizar un efectivo control del cumplimiento.

Una vez más se demuestra que los costes de agencia en las grandes sociedades de capital son elevados, que los conflictos de interés son difícilmente superables y que la depuración efectiva de responsabilidad de los administradores negligentes es trabada por déficit informativos, no sólo acerca de las conductas negligentes o antisociales en materia de incumplimiento y de deficiente vigilancia de las reglas de buen gobierno, sino además acerca de los propios mecanismos societarios de reacción frente a estas conductas antisociales, problema que las nuevas reformas societarias en España aligeran (cfr., en concreto, arts. 112, 117 y 133 LSA en su redacción dada en 2003, por la Ley para el refuerzo de la transparencia de las sociedades cotizadas). Podría decirse, sumariamente y a modo conclusivo, que los mecanismos habilitantes de un recto ejercicio de los derechos políticos del accionariado contribuirán decisivamente,

(47) Pero sobre todo los internos o consejeros, particularmente si forman parte del Comité de Cumplimiento, cuya misión básica, reténgase, no es sino “vigilar la observancia de las reglas que componen el sistema de gobierno de la compañía, revisar periódicamente sus resultados y elevar al Consejo las propuestas de reforma” (*Informe Olivencia*, § 3.6, inciso segundo, *in fine*).

de implantarse correcta y generalizadamente, a mejorar el cumplimiento normativo por parte de directivos y gestores en general.

C) Las expectativas del mercado

El mercado de capitales, de sobra es sabido, se muestra altamente sensible a cualquier noticia relacionada con la imagen de buen gobierno corporativo, especialmente en tiempos como los actuales, donde la aparición mediática de casos de corrupción es moneda, no sólo corriente, sino a veces *legal*, en la medida en que ciertas conductas son de imposible prueba, o sólo reprobables en el plano moral o ético, mas no en el jurídico. En otras ocasiones, sencillamente, no existe costumbre en la persecución de conductas que constituyen delitos societarios, de reciente implantación en nuestro Código Penal y de escasa utilización judicial todavía a pesar de la coyuntura excelente que en este campo brindan los acontecimientos del entorno social, económico y financiero.

La consolidación y mejora de la actividad de los departamentos de relaciones con inversores en las sociedades cotizadas es probablemente la mejor noticia para los mercados. La credibilidad y la imagen corporativa se sostienen, no sólo con una *compliance* eficaz, sino con una confianza estable del mercado en la actuación leal de los gestores, y, a modo de remedio, en los sistemas de detección y sanción de conductas antisociales.

No puede por ello extrañar la adopción de iniciativas por los Consejos de Administración en este área de trabajo tan particular, como a la creación de Comités que, sin ser de Cumplimiento, se ocupan de tareas creadoras de sinergias evidentes en los propios Comités o Comisiones supervisoras o de vigilancia. Nos referimos a las Comisiones de Imagen o Reputación Corporativa, recientemente implantadas en alguna sociedad cotizada española a imagen y semejanza de otras constituidas en empresas estadounidenses, con el ánimo primordial de restablecer la credibilidad de los inversores en los emisores, y, en última instancia, en el sistema financiero ⁽⁴⁸⁾.

IV. CONCLUSIONES

El Comité de Cumplimiento Normativo es un subórgano del Consejo de Administración idóneo para la descentralización eficiente de esta misión clave

(48) Esperanzados en el restablecimiento, aunque ciertamente escépticos, se muestran tanto RUIZ MARTÍNEZ como IBÁÑEZ JIMÉNEZ en “El inversor como víctima de la publicidad financiera”, en *Ética y mercado de valores*, cit., 112-188, especificando las limitaciones que a la autonomía de la voluntad opone el sistema de *transparencia nominal* impuesto por emisores y *macrobrokers*.

que las prácticas de buen gobierno corporativo le asignan. En realidad, el seguimiento o control de la aplicación de las reglas societarias y de las autorregulaciones por parte de los miembros del Consejo corresponde a éste mismo. No obstante, razones de eficacia pueden aconsejar la constitución de un Comité o Comisión especializada en la realización de esta tarea. Y, en general, sólo sociedades de gran tamaño pueden asumir con eficiencia la descentralización de la función de control de cumplimiento.

La descentralización suele practicarse en dos ámbitos o niveles. En un primer nivel, el control de cumplimiento lo asume un Comité de Control, si bien esta función queda, en última instancia, en manos del propio Consejo de Administración en pleno, según corresponde a la esencia de su misión como controlador último de la gestión social, incluida la del propio órgano de administración. En un segundo plano, corresponde el control de cumplimiento a cada uno de los Comités o Comisiones que constituya el Consejo, pero sólo en torno a la materia específica que motiva su constitución y actividad.

De entre los distintos Comités, es el de Auditoría el que suele absorber, en la mayor parte de los países que disponen de sistemas financieros evolucionados, el mayor número de competencias relativas al control de cumplimiento, designándose por esto en la práctica al citado comité, de modo recurrente, como Comisión de Auditoría y Control, donde, ciertamente, a la función de control de cumplimiento, entendida de modo genérico y no de modo específico (como control de auditoría exclusiva y específicamente) se le asigna por lo general un papel relativamente subordinado a la función de control de auditoría que motiva la designación del Comité.

Este modelo monista o concentrado de comisión mixta con absorción de competencias por el área de control financiero o de auditoría se hace especialmente visible en el caso de las sociedades del sector bancario y financiero, donde además se suele dar una absorción propiamente dicha, y no tanto una desconcentración funcional paritaria siguiendo el modelo, en el caso español, propuesto en el *Informe Olivencia*.

La tendencia en un número significativo de sociedades españolas, particularmente a partir de la reacción corporativa correspondiente al llamado *segundo movimiento de reforma del gobierno corporativo*, plasmado por nuestros expertos en las directrices que sirve el *Informe Aldama* (enero de 2003), se dirige en este terreno hacia la creación de un más amplio elenco de comités especializados, que conviven con los tradicionales, algunos de los cuales se especializan en la materia de control regulatorio (Comités de Regulación, por ejemplo); otros, centran su actividad en el control de los niveles de transparencia informativa (Comités de Transparencia), siguiendo las propuestas estadounidenses de la SEC; y, otros, en fin, despachan funciones de control de cumplimiento normativo en un terreno concreto de actuación, vinculado a áreas de gestión y preven-

ción de riesgos corporativos de corte innovador (por ejemplo, Comités o Comisiones de Responsabilidad Social).

A suerte de cierre valga esta advertencia: la supervisión y vigilancia del cumplimiento legal, en aras del buen gobierno societario, incumbe a todas las comisiones o comités especiales delegados del Consejo, y, naturalmente, a todos y cada uno de los consejeros. Adoptar la decisión de contar con comités especializados en esa supervisión normativa incumbe sólo, en último término, al Consejo en pleno, cuyos miembros deben, contando con la colaboración de Direcciones o Áreas de negocio especializadas, y con la audiencia y experiencia de la Secretaría del Consejo, realizar el oportuno análisis coste-beneficio, en interés social.

CRÓNICA

ACTUALIDAD Y VIGENCIA PRÁCTICA DE LAS GARANTÍAS “A PRIMER REQUERIMIENTO” EN LA RECIENTE JURISPRUDENCIA

JOSÉ CARLOS ESPIGARES HUETE

*Departamento de Derecho Mercantil.
Universidad de Granada*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. LA PROBLEMÁTICA ACTUAL DE ESTAS GARANTÍAS: PUNTOS DE CONEXIÓN COMUNES EN LA JURISPRUDENCIA.
 - 1. **El reconocimiento de un negocio de garantía “atípico” a través de la diversidad de cláusulas contractuales insertas en “contratos típicos”.**
 - 2. **Desde la confusión terminológica a la existencia de importantes lagunas.**
 - 3. **Inoponibilidad de excepciones al margen de qué sea en realidad el negocio jurídico ante el que nos encontramos.**
 - 4. **Participación de determinados elementos personales y relación subyacente.**
 - 5. **Principio de la buena fe contractual e inversión de la carga de la prueba.**
 - 6. **Dudas sobre la configuración y distinción de estas garantías: ¿la existencia de un problema de fondo?**
- III. NOVEDAD EN LA JURISPRUDENCIA: CLARIFICACIÓN DE CONCEPTOS. LO QUE SE HA DICHO Y LO QUE NO SE HA DICHO SOBRE LAS GARANTÍAS “A PRIMER REQUERIMIENTO”.

1. **La Sentencia de la Audiencia Provincial de Zaragoza de 13 de mayo de 1998: novedad con respecto a lo que reiteradamente se ha dicho en torno a estas garantías.**
2. **La Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 16 de julio de 1998: inversión de la carga de pleitear.**
3. **La Sentencia del Tribunal Supremo de 17 de febrero de 2000: Reiteración de doctrina y continuidad en la falta de clarificación de conceptos.**

IV. CONCLUSIONES: NECESIDAD DE CRÍTICA E IMPORTANCIA DE LA DECISIÓN DEL JUEZ DE INSTANCIA.

I. INTRODUCCIÓN

Que la labor de los Tribunales sea de suma importancia en materia de garantías “a primer requerimiento” no constituye a estas alturas de la cuestión ningún descubrimiento excepcional; es, sin más, la constatación de una evidencia con gran trascendencia jurídica. No obstante, se advierte el aumento considerable de decisiones jurisprudenciales en este sector y el cada vez mayor calado de estas resoluciones en nuestro ordenamiento⁽¹⁾.

Ha subrayado la doctrina científica que uno de los sectores de **evolución** más interesante **en el tráfico jurídico-privado moderno** lo constituye el sector **de las garantías**⁽²⁾. En relación a las de carácter personal, el tratamiento exclusivo por nuestro Derecho de la fianza, civil o mercantil, el seguro de caución, el seguro de crédito y el aval cambiario, ha brindado un protagonismo especial a la autonomía privada. Las nuevas formas de garantía personal son progresivamente más exigentes y la insuficiencia o inadecuación de las previsiones legislativas es en muchos aspectos palmaria. De ahí que en escena aparezca la autonomía privada y con ella la atipicidad, junto a la problemática que le acompaña.

(1) Vid. BARRES BENLLOCH, “El aval bancario como garantía autónoma”, *La Ley*, T. 1993-3. Ya apuntaba que: “*Si bien en España no se han producido gran número de decisiones jurisprudenciales sobre este tipo de garantías en comparación con otros países de nuestro entorno —en especial, Alemania e Italia—, su cifra va en aumento*”.

(2) Vid. EMBID IRUJO, “Una modalidad de garantía personal bajo forma de seguro de caución”, *La Ley*, T. 1990-2. Vid. CAMACHO DE LOS RÍOS, “Reglas Uniformes de la CCI para fianzas contractuales”, *Revista Española de Seguros*, n.º 79, julio-septiembre, 1994, pp. 13-49.

De este modo es tarea de los Tribunales, mientras no exista una regulación al respecto, proporcionar coherencia al solventar los conflictos surgidos⁽³⁾.

II. LA PROBLEMÁTICA ACTUAL DE ESTAS GARANTÍAS: PUNTOS DE CONEXIÓN COMUNES EN LA JURISPRUDENCIA

En aras de lo dicho anteriormente, resulta inexcusable un detenido estudio de las decisiones de nuestro Tribunal Supremo en esta materia, así como de las resoluciones constitutivas de la llamada jurisprudencia menor, de tal manera que podamos extraer **puntos de conexión comunes** que deben servirnos de referente en el análisis de la problemática actual de estas garantías. Son éstos:

1. El reconocimiento de un negocio de garantía “atípico” a través de la diversidad de cláusulas contractuales insertas en “contratos típicos”

Como resultado de la evolución jurisprudencial, que parte del concepto de aval en sentido amplio⁽⁴⁾, se advierte indubitado⁽⁵⁾, tanto en España como en el

(3) Recientemente, vid. NÚÑEZ ZORRILLA, *La problemática actual de las denominadas garantías independientes o autónomas*, pp. 19-20, en el sentido de “que si enfrentamos la necesidad evolutiva de este tipo de figura jurídica con la lentitud del ordenamiento positivo para ofrecer al mundo comercial una regulación específica de la misma, obtendremos como resultado una laguna legal que ha ido siendo cubierta por la jurisprudencia a través de pronunciamientos sucesivos, no siempre satisfactorios, que han determinado el nacimiento de tipos contractuales ex novo”. Es perfectamente válida la reflexión de la doctrina italiana en el sentido de que “Ciò che non è eludibile è la necessità di una valutazione delle ‘garanzie autonome’ alla luce dell’ordinamento: la loro atipicità ne sollecita un giudizio di meritevolezza in concreto, di carattere giudiziale; la formazione di una giurisprudenza risponde, del resto, alle esigenze di certezza degli operatori probabilmente assai meglio dell’affrettata cristallizzazione di un’esperienza giuridica, ancora fluida, in regole legislative”. Vid. MASTROPAOLO, *Il contratto autonomo di garanzia*, Turín, 1995. Vid. RODRÍGUEZ DÍAZ, “En torno a la garantía a primera demanda” *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2003 abril-junio, 90, pp. 7-52, DE PABLO VARONA, “Las garantías a primera demanda”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, 1999, septiembre, 29, pp. 77-110.

(4) Vid. BLANCO CAMPAÑA, “Aval cambiario y aval como contrato de garantía (Sentencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo de 21 de marzo de 1980)”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, año II, núm. 7, Madrid, julio-septiembre 1982. Igualmente vid. CARRASCO PERERA, *Fianza, accesoriedad y contrato de garantía*, Madrid, 1992, pp. 11-13. Señalaba que “En una jurisprudencia que peca de confusa en el uso de los términos, el TS ha ido acuñando un concepto de aval cambiario en sentido amplio, cuyo efecto confesado ha sido diluir la exigencia de accesoriedad en la fianza...”. También, el mismo autor, con referencia a la STS de 24 de noviembre de 1978, y las SSTs de 20 de marzo de 1980, 11 de julio de 1983 y 17 de junio de 1985, en “Garantías a primer requerimiento”, *Cuadernos de Derecho Judicial*, Madrid, 1995, pp. 125-126.

extranjero, el **reconocimiento de un negocio de garantía atípico que, con base y apoyo legal en la autonomía de la voluntad —artículo 1.255 CC—, pretende romper la rígida accesoriedad de la fianza** ⁽⁶⁾. En definitiva, se busca dar cabida en nuestro ordenamiento a **obligaciones de garantía distintas e independientes de la obligación garantizada**, cuya principal característica sea la no accesoriedad. Estas obligaciones independientes son consecuencia directa de la **introducción de determinadas cláusulas en contratos como el de fianza, aval —en sentido impropio— o seguro de caución** ⁽⁷⁾; son queridas por las partes contratantes, y obedecen a sus **respectivos intereses**.

Una muy buena síntesis sobre lo esencial de la discusión doctrinal generada en torno a la jurisprudencia del “aval cambiario en sentido amplio” la encontramos en AVILÉS GARCÍA, “Evolución de las garantías personales en el Derecho español”, *Anuario de Derecho Civil*, t. 49, fasc. 3, julio-septiembre, 1996, pp. 1085-1089.

Vid., recientemente, MORALES MENÉNDEZ, “Accesoriedad y subsidiariedad en las garantías a primer requerimiento”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 240, abril-junio, 2001, p. 679: “De la admisibilidad, y de este paulatino surgimiento de nuevas modalidades de garantías personales convencionales, aval en sentido amplio, que se alejaban de los parámetros de la accesoriedad y de la subsidiariedad presentes en el régimen jurídico de la fianza, ya se había hecho eco el Tribunal Supremo en Sentencias anteriores como las del 18 de febrero de 1952, de 15 de noviembre de 1967, 7 de diciembre de 1968 y de 21 de marzo de 1980”.

(5) “Ormai la validità di tale negozio è unanimemente riconosciuta, in Italia ed all'estero, e non costituisce più un problema sul quale valga la pena di soffermarsi”. Vid. FRANCO BONELLI, “Le garanzie bancarie nel commercio internazionale” en *Diritto del commercio internazionale*, 1987, p. 142.

(6) Vid. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “El reconocimiento jurisprudencial de la garantía a primera solicitud”, (Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de octubre de 1992)” en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 50, 1993, p. 545. Ya entonces señalaba como aportación sustancial de la doctrina jurisprudencial la “**huida de la práctica mercantil de aquellos medios de aseguramiento inaptos para las necesidades del propio tráfico, en especial por el rigor de la vinculación que establecen con el contrato principal o demás negocios relacionados con la operación comercial, financiera o de otro tipo que se quiera afianzar, y de los cuales interesa al garante permanecer alejado**”.

Vid., asimismo, CAMACHO DE LOS RÍOS, “Interpretación de las cláusulas a primera demanda en los contratos mercantiles”, *RDBB*, núm. 54, 1994, p. 394: “Estas garantías, cuya característica fundamental es la facultad discrecional que tiene el beneficiario de las mismas de exigir su ejecución en el momento que lo desee, **no se ajustan, como es evidente, al esquema tradicional de la fianza**, en la medida en que la fianza tiene como rasgos esenciales la accesoriedad y subsidiariedad de la obligación del fiador respecto de la del deudor afianzado”.

(7) Como concluía CARRASCO PERERA, al estudiar desde una óptica jurisprudencial estas garantías: “El TS no se ha enfrentado a contratos de garantía a primer requerimiento sino a contratos de seguro o contratos de fianza en los que se incluye como una cláusula contractual la obligación del asegurador o fiador de pagar a primer requerimiento. Esta cláusula se ha revelado compatible con otras cláusulas propias del esquema fideusorio (v.gr. renuncia al beneficio de excusión) y además no aparece sujeta a una estructura rígida...”. Vid., “Garantías a primer requerimiento”, *Cuadernos de Derecho Judicial*, Madrid, 1995, p. 135.

La redacción de estas cláusulas, que deberán ser interpretadas⁽⁸⁾ si existe “*duda sobre la intención de los contratantes*”, en recta aplicación de lo dispuesto en el artículo 1.281 del CC para la interpretación de los términos de un contrato, es variada y no obedece siempre a un mismo patrón: cláusula de “pago a primer requerimiento” —tampoco existe una cláusula típica a primer requerimiento—, cláusula de “inoponibilidad de excepciones”, cláusula de “sobrevivencia”, cláusula que declara producido el siniestro “por la sola reclamación del beneficiario”, etc.⁽⁹⁾ **Al día de hoy, y pese a que la jurisprudencia apenas se empeña en distinguir, queremos advertir se va perdiendo la exclusividad de la cláusula de pago “a primer requerimiento” y se impone valorar otras cláusulas;** es más, lanzamos una cuestión; mejor dos: ¿Sería posible configurar una garantía independiente sin la inclusión de una cláusula de pago “a primer requerimiento”? o ¿la inclusión de una cláusula de pago “a primer requerimiento” es suficiente para convertir el contrato en una garantía independiente? En cualquier caso, esta labor de interpretación preside toda la problemática surgida alrededor de las garantías que estudiamos. Es cierto que “*el operador jurídico no puede hacer más que acudir a ciertos criterios hermenéuticos, que sin ser absolutamente rígidos, nos permitan indagar la verdadera voluntad de las partes*”⁽¹⁰⁾.

La realidad de la inserción de tales cláusulas, y al margen ahora de la consecuencia jurídica que de ello se extraiga, tiene su reflejo en las distintas

(8) Fundamental es aquí la aportación de CAMACHO DE LOS RÍOS, “Interpretación de las cláusulas a primera demanda en los contratos mercantiles”, *op. cit.*, p. 403: “...existe una gran controversia tanto en la doctrina como en la jurisprudencia internacional acerca de los criterios hermenéuticos a utilizar. Un examen de la jurisprudencia internacional en este asunto pone de manifiesto cómo las interpretaciones que de dichas cláusulas se han hecho van desde la consideración de que la citada cláusula tiene únicamente el valor de una inversión de la carga de la prueba, hasta la de que significa que el garante está obligado a pagar sin poder exigir prueba alguna y sin poder oponer ninguna excepción, pasando por otras interpretaciones en cierto modo intermedias como la que entiende que la cláusula ‘a primera demanda’ no ha de reputarse como presunción irrefutable de la autonomía de la garantía, sino como un mero criterio favorable”.

(9) Según ALCALÁ DÍAZ, “Los argumentos utilizados por **la jurisprudencia española** evidencian que la aceptación de las garantías bancarias a primera demanda como contrato atípico depende de la distinción de esta modalidad de garantía del contrato de fianza y **del sentido de la cláusula “pago a primera demanda o primer requerimiento”**”. Vid. “Función económica y naturaleza jurídica de las garantías bancarias a primera demanda”, en Alonso Ureba (Dir.), *Derecho del mercado financiero*, II, *Operaciones bancarias de gestión. Garantías. Operaciones bursátiles*, vol. 2.º, Madrid, 1994.

(10) Vid. INFANTE RUIZ, “Valor de la cláusula de pago a primer requerimiento o a primera demanda” (Comentario a la Sentencia del TS de 3 de mayo 1999 —RJ 1999, 3366—), en *Revista de Derecho Patrimonial*, 4/2000, pp. 155-164; CAMACHO DE LOS RÍOS, “Interpretación de las cláusulas a primera demanda en los contratos mercantiles”, *op. cit.* p. 404.

sentencias del TS y de la jurisprudencia menor sobre estas garantías. La discusión central se ha detenido en si la inclusión de este tipo de cláusulas en estos contratos de garantía los convierte *per se* en “garantía independiente” o “contrato autónomo de garantía”, produciéndose la desnaturalización de los mismos.

En determinadas sentencias las partes han pactado la **introducción de las cláusulas en contratos inicialmente de fianza**, o, impropriamente hablando, **avales** ⁽¹¹⁾. En concreto, las sentencias del TS de 2 de octubre de 1990 y 15 de abril de 1991 son manifestación de la “irrelevancia de la cláusula a primer requerimiento”. En oposición a esta doctrina jurisprudencial, las SSTs de 14 de noviembre de 1989 y de 27 de octubre de 1992 fueron el origen de una segunda línea en la jurisprudencia que venía a admitir la posibilidad de que se constituyan en nuestro Derecho garantías no accesorias ⁽¹²⁾.

(11) Todas las sentencias, además, tratan sobre comercio interior o tráfico comercial nacional. Así, las SSTs de 3 de febrero de 1990 —RJ 1990, 655—, de 2 octubre de 1990 —RJA 7464—, 15 de abril de 1991 —RJA 2693—, 27 de octubre de 1992 —RJA 8584—, 3 de julio de 1999 —RJ 1999, 4901—, 10 de noviembre de 1999 —RJA 8863—, 17 de febrero de 2000 —RJA 1162—, 14 de noviembre de 2001 —RJA 9304—, 5 de julio de 2002 —DEJ 26102— y la SAP Madrid, Sec. 19.ª, de 30 de enero de 1995 —Derecho Editores Jurisprudencia 11016—, SAP Asturias de 6 de febrero de 1995 —AC 321—, SAP Palencia de 5 de febrero de 1996 —AC 792—, SAP Asturias de 16 de mayo de 1996 —AC 2225—, SAP Granada de 19 de noviembre de 1996 —AC 2282—, SAP Barcelona de 20 de marzo de 1997 —AC 2663—, SAP Barcelona de 15 de mayo de 1997 —RJC 1997, p. 1039— SAP Guadalajara de 9 de junio de 1997 —AC 1366—, SAP Madrid, Sec. 19.ª, de 31 de octubre de 1997 —DEJ 7704—, SAP Madrid de 3 de noviembre de 1997 —AC 1157—, SAP Madrid, Sec. 2.ª, de 13 de mayo de 1998 —AC 5780—, SAP Madrid, Sec. 19.ª, de 4 de junio de 1998 —DEJ 26943—, SAP Madrid, Sec. 20.ª, de 16 de julio 1998 —AC 1801—, SAP Asturias, Sec. 5.ª, de 15 de diciembre de 1998 —AC 2412—, SAP Valencia, Sec. 6.ª, de 25 de enero de 1999 —DEJ 9333—, SAP Cuenca, de 27 de enero de 1999 —DEJ 2161—, SAP Alicante de 16 de febrero de 1999 —AC 2463—, SAP Barcelona, Sec. 14.ª, de 9 de marzo de 1999 —DEJ 14114—, SAP Granada, Sec. 4.ª, de 3 de mayo de 1999 —DEJ 14862—, SAP Alicante, Sec. 4.ª, de 19 de mayo de 1999 —DEJ 14985—, SAP Alicante, Sec. 4.ª, de 3 diciembre de 1999 —AC 2461—, SAP Guipúzcoa, Sec. 2.ª, de 9 de diciembre de 1999 —DEJ 58534—, SAP Alicante, Sec. 4.ª, de 16 de diciembre de 1999 —DEJ 52875—, SAP Orense de 17 de diciembre de 1999 —DEJ 46779—, SAP Madrid, Sec. 9.ª, de 12 de junio de 2000 —DEJ 32697—, SAP Granada, Sec. 4.ª, de 12 de julio de 2000 —DEJ 31276—, SAP Vizcaya, Sec. 5.ª, de 20 de julio de 2000 —DEJ 56249—, SAP Castellón, Sec. 3.ª, de 19 de octubre de 2000 —AC 163822—, y SAP Madrid, Sec. 25.ª, de 9 de abril de 2001 —AC 1288— SAP Asturias, Sec. 1.ª, de 10 de febrero de 2003, —DEJ 11107—. Finalmente, el Auto de la Audiencia Provincial Santa Cruz de Tenerife de 5 de julio de 1994 —AC 1307—.

(12) *Vid.*, por ser de consulta obligada al marcar un hito en los estudios doctrinales sobre las garantías que tratamos, CARRASCO PERERA, *op. cit.*, *Fianza, accesoriadad y contrato de garantía*, pp. 17-21.

En otras ocasiones tales cláusulas aparecen en el contexto de un **contrato de seguro de caución**⁽¹³⁾, bien anunciadas ya en el propio contrato que se garantiza, en la propia póliza —aval caución—, o, lo que es más habitual, en documentos separados como el llamado aval o carta de garantía a través de los que se instrumentan las relaciones entre la compañía aseguradora —garante— y el asegurado —beneficiario—⁽¹⁴⁾. En este segundo grupo de sentencias, a la STS de 14 de noviembre de 1989 le corresponde el privilegio de ser la primera resolución que afronta de un modo directo la interpretación y alcance de las garantías “a primer requerimiento”⁽¹⁵⁾.

El reconocimiento jurisprudencial del negocio de garantía atípico del que hablamos tiene su reflejo, y valga como ejemplo, en la **STS de fecha 12 de julio de 2001** —RJA 5159—, confirmando que “**...Los avales a primer requerimiento o a primera solicitud (conocidos con diversas denominaciones) están plenamente admitidos por la doctrina jurisprudencial** (Sentencias, entre otras, de 11 de julio de 1983 —RJA 4209—, 14 de noviembre de 1989, 2 de octubre de 1990 —RJA 7464—, 27 de octubre de 1992 —RJA 8584—, 3 de mayo de 1999

(13) Es lo que se desprende de las SSTS de 16 de febrero de 1983 —RJ 1042—, de 21 de abril de 1989 —RJA 3248—, 14 de noviembre de 1989 —RJA 7878—, 7 de abril de 1992 —RJA 3031—, 30 de marzo de 2000 —RJA 2314—, 5 de julio de 2000 —RJA 6010—, 13 de diciembre de 2000 —RJA 10438—, 12 de julio de 2001 —RJA 5159—, y la SAP Segovia de 31 de diciembre de 1993 —AC 2520—, SAP Barcelona de 17 de marzo de 1997 —RGD 1998, p. 1308—, SAP Madrid de 15 de septiembre de 1997 —La Ley 26 de febrero de 1998—, SAP Madrid, Sec. 14.ª, de 16 de enero de 1998 —DEJ 3243—, SAP Barcelona de 29 de julio de 1999 —RJC 1999, p. 1060— SAP Barcelona, Sec. 14.ª, de 29 de mayo de 2002, —DEJ 40359—. No debemos dejar de advertir en este apartado la consideración realizada por CERDÁ OLMEDO, según el cual “...es contradictorio y a la vez peligroso querer verdaderamente una garantía independiente y emplear para su creación, a modo de auxilio jurídico, un medio o mecanismo típico y conocido, pero no querido realmente (aval, seguro, reconocimiento de deuda y tantos otros que podrían aducirse... Además, emitir una garantía independiente valiéndose de otra institución distinta, implica desconfiar de aquélla, o al menos no creer que la garantía independiente es un contrato atípico, como cualquier otro, válido y eficaz, producto de la autonomía de la voluntad en materia de contratación, amparado por el uso, de utilización generalizada, y admitido por la jurisprudencia, a quien incumbe la delicada obligación de ir puliendo sus caracteres y perfilando sus contornos...”. Vid. *Garantía independiente (Nueva forma de garantía personal realizable mediante simple reclamación del acreedor)*, Granada, 1991, p. 230. Vid., en este punto, INFANTE RUIZ, “Seguro de Canción y contrato autónomo de garantía”, Cuaderno de Derecho y Comercio, 2001, abril, 34, pp. 301-328.

(14) Todavía cabe seguir afirmando hoy que “*Cuestión discutida es la de determinar si estos documentos se encuentran desvinculados de la póliza, constituyendo en sí un contrato distinto (v.gr. garantía autónoma, fianza, crédito documentario o aval), o si, por el contrario, forman parte de ella*”. Vid. CAMACHO DE LOS RÍOS, *El seguro de caución. Estudio crítico*, Madrid, 1994; “El seguro de caución como forma de garantía personal”, en *Tratado de las garantías en la contratación mercantil*, Madrid, 1996, p. 787.

(15) Vid. CARRASCO PERERA, E. CORDERO LOBATO y M.J. MARÍN LÓPEZ, *Tratado de los Derechos de Garantía*, Navarra, 2002, p. 342.

—RJA 3366—, 10 de noviembre de 1999 —RJA 8863— y las muy recientes de 17 de febrero —RJA 1162—, 30 de marzo —RJA 2314— y 5 de julio de 2000 —RJA 6010—), que reconoce su función garantizadora y su operatividad independiente del contrato que garantiza”. Ya el TS en **sentencia de 11 de julio de 1983** —RJA 4209—, a propósito de su doctrina sobre el aval en sentido amplio, hacía referencia expresa al fenómeno de las garantías denominadas de primera solicitud en el comercio internacional, al apuntar que “...se viene planteando en el ámbito jurídico la problemática de las garantías personales... **ofreciendo nuevas figuras que tendiendo a superar la rigidez de la accesoriedad, es decir, la absoluta dependencia de la obligación garantizada para la existencia y la misma supervivencia, como lo revelan sobre todo experiencias del tráfico cambiario, como son las garantías escritas y prestadas por los Bancos en favor del cliente, o bien los concurrentes en préstamos, aperturas de crédito y otras formas de financiación bancaria, las actividades de garantías prestadas por las sociedades de garantía recíproca o por los terceros garantizando el cumplimiento de los convenios de suspensión de pagos, los establecidos en el campo administrativo, singularmente en el ámbito fiscal y de aduanas, las garantías denominadas de primera solicitud en el comercio internacional...**”.

En una primera aproximación, por tanto, es un primer punto en común de la jurisprudencia la aceptación de la validez, al amparo del principio de autonomía de la voluntad, de la inserción de cláusulas “a primer requerimiento”, u otras de otro tenor en este sentido —“a simple petición”, “a su primer aviso”...—, en contratos de garantía personal, configurándose un contrato diferenciado del típico de fianza.

2. Desde la confusión terminológica a la existencia de importantes lagunas

Nos encontramos en todas las sentencias que el TS tiene **dificultad al enfrentarse con estas garantías —entre otras cosas, por la imprecisión de las partes al redactar sus contratos⁽¹⁶⁾— y la consiguiente dejación en cuanto a la configuración de su régimen jurídico**. Este comportamiento se

(16) Vid. el atento y provechoso estudio de PERALES VISCASILLAS, “La carta de crédito contingente”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 85, año XXI, enero-marzo, 2002, pp. 17-18. En el sentido que expresamos: “...el reconocimiento de la institución se funda en el principio de autonomía de la voluntad de las partes, que claramente desean separarse de la regulación de la fianza. Por esta razón, y debido a que la garantía independiente o a primera demanda no goza todavía de un reconocimiento normativo, las partes deben cuidar la redacción de las cláusulas, so pena que la defectuosa o insuficiente redacción lleve al tribunal ante la imposibilidad de reconocer la institución que comentamos”. En nuestra opinión, y aunque no venga al caso, no debiera utilizarse por PERALES la identidad de conceptos entre garantía independiente y garantías “a primer requerimiento”.

traduce en imprecisión, que va desde la **confusión terminológica** ⁽¹⁷⁾ a la existencia de importantes **lagunas** que, como veremos, quedan sin resolver. Por tanto, insistimos en que prácticamente en la totalidad de las sentencias está presente la confusión terminológica; son las propias partes, demandante y demandado en el proceso, las que redactan sus escritos con notable imprecisión. No es de extrañar, de esta manera, y valga como ejemplo, que para un mismo supuesto que se dice distinto de la fianza y se califica como garantía independiente —o a primera solicitud, a primera demanda, aval a primer requerimiento—, se hable sin embargo, luego, de fiador y afianzado.

3. Inoponibilidad de excepciones al margen de qué sea en realidad el negocio jurídico ante el que nos encontramos

La principal consecuencia jurídica del reconocimiento de una “garantía independiente” o el mal llamado, en nuestra opinión, “aval a primer requerimiento”, es que **basta la reclamación formalmente correcta del beneficiario de la garantía sin necesidad de probar el incumplimiento de la obligación principal garantizada, para que el garante esté obligado a efectuar el pago sin que pueda oponer otras excepciones que las que deriven de la garantía misma, y no el cumplimiento o incumplimiento del contrato subyacente—inoponibilidad de excepciones—** ⁽¹⁸⁾; sin perjuicio, eso sí, de las acciones que puedan surgir a consecuencia del pago de la garantía. Y esto, **al margen de qué sea en realidad el negocio jurídico ante el que nos encontramos.**

El TS, en **sentencia de 12 de julio de 2001**, concluye con estilo que merece ser criticado que “*lo pactado fue una especie de seguro de caución con la inserción de una cláusula de garantía a primer requerimiento, que, por tanto, funcionaba con plena autonomía de la relación contractual subyacente, bastando pues, para que fuese operativa la misma, la exclusiva reclamación unilateral del garantizado para que el garantista obligado, como hizo la actora, procediera a su pago*”. Bastantes años atrás, en la muy comentada **sentencia de 14 de noviembre de 1989**, existía la misma imprecisión que, como hemos visto, se mantiene hasta hoy. Decía literalmente que “*De lo expuesto cabe concluir que nos encontramos ante una operación compleja... que, por*

⁽¹⁷⁾ En palabras de SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, con referencia a la sentencia del TS de 2 de octubre de 1990: “*Se aprecia una notable confusión terminológica, dado que en el mismo documento se introducen conceptos que no sólo son diversos, sino que se reputan como inequívocamente excluyentes...*”. Vid. *El contrato autónomo de garantía...* op. cit., p. 83. En igual sentido, CAMACHO DE LOS RÍOS, “Interpretación de las cláusulas a primera demanda en los contratos mercantiles”, op. cit., p. 403.

⁽¹⁸⁾ Vid. CAMACHO DE LOS RÍOS, “Interpretación de las cláusulas a primera demanda en los contratos mercantiles”, op. cit., p. 410.

su configuración y carácter instrumental **se parece** a lo que, con nombre ciertamente equívoco, se viene denominando apertura de crédito documentario...”.

4. Participación de determinados elementos personales y relación subyacente

En la “radiografía” de estas garantías observamos que **se repite la participación de determinados elementos personales**: el garante —entidades de crédito, compañías de seguros y, puntualmente, en una sentencia una Sociedad de garantía recíproca (STS de 17 de febrero de 2000 —RJA 1162—)—, beneficiario o acreedor de la relación subyacente, y deudor de la relación subyacente u ordenante. Por ello, **es necesaria y se impone la existencia de un contrato subyacente cuyo cumplimiento se garantiza**; de ahí, añadimos nosotros, la típica relación triangular de estas garantías, convirtiéndose en una “*institución de rigurosa geometría*”⁽¹⁹⁾. Como se sostiene en la interesante y aguda **sentencia del TS de 3 de mayo de 1999** —RJA 3366—, “*En ningún caso podrá calificarse como garantía o aval a primera demanda (según una de las diversas denominaciones que se da a esa forma de garantía en la literatura científica) el compromiso asumido... atendidos los elementos configuradores de esa forma de garantía personal tanto en la doctrina como en la jurisprudencia de esta Sala... en el supuesto ahora contemplado, no existe un contrato subyacente cuyo cumplimiento se garantiza con el aval (...) Esa inexistencia de un contrato subyacente cuyo cumplimiento se garantiza, determina, asimismo, la no concurrencia de los tres elementos personales necesarios para que surja esta forma de garantía personal: el deudor de la relación subyacente u ordenante —inexistente en el caso al no existir la relación subyacente—, el garante y el beneficiario, acreedor en la relación subyacente*”.

5. Principio de la buena fe contractual e inversión de la carga de la prueba

Hay que hacer especial hincapié en la **indiscutible carga procesal** que estas cláusulas, origen del fenómeno de las “garantías independientes”, llevan aparejadas. No negamos ni mucho menos esta indudable carga procesal, que más al contrario acentuamos, si bien no la entendemos en el sentido de inver-

(19) Vid. MARTÍNEZ-CALCERRADA Y GÓMEZ, “El contrato de fianza y otras garantías personales en su tratamiento legal y jurisprudencia del Tribunal Supremo” en *La Ley*, 1992, 3043, t. 10 de julio de 1992.

sión de la carga de la prueba que ofrece el TS⁽²⁰⁾. **Para nosotros no existe relación alguna entre la inversión de la carga de la prueba y las garantías independientes.** No obstante, constituye doctrina jurisprudencial sobradamente consolidada que, como subrayó por todas en su inicio la **STS de 27 de octubre de 1992** —RJ 1992\8584—, “...el garante no pueda oponer al beneficiario que reclama el pago otras excepciones que las que deriven de la garantía misma, siendo suficiente la reclamación del beneficiario frente al garante para entender que el obligado principal no ha cumplido, **si bien en aras del principio de la buena fe contractual (art. 1.258 del Código Civil) se permita al garante, caso de contienda judicial, probar que el deudor principal ha pagado o cumplido su obligación con la consiguiente liberación de aquél, produciéndose así una inversión en la carga de la prueba** ya que no puede exigirse al beneficiario que acredite el incumplimiento del obligado principal, siendo suficiente, como se dice, la reclamación de aquel beneficiario para que nazca la obligación de pago del avalista...”.

6. Dudas sobre la configuración y distinción de estas garantías: ¿la existencia de un problema de fondo?

Muchas son las sentencias en las que el estudioso observa que **el problema de fondo** es la existencia de una **reclamación abusiva o fraudulenta del beneficiario de la garantía**, y no se ofrece solución jurídicamente bien construida, sino solución justa —o injusta— sin más. Precisamente, creemos resulta fundamental un estudio⁽²¹⁾ serio sobre los mecanismos de defensa del garante y del ordenante frente a las reclamaciones abusivas del beneficiario de la garantía. En ninguna sentencia se afronta de manera directa, y al modo en que lo hace la jurisprudencia extranjera, la posibilidad de existencia en nuestro ordenamiento jurídico de mecanismos de tutela frente a reclamaciones abusivas del beneficiario de la garantía. Estamos seguros de que este tipo de decisiones judiciales empezarán pronto a aparecer y se situarán en el centro del debate jurisdic-

(20) La incongruencia del TS respecto a la inversión de la carga de la prueba, como pretendido carácter de la garantía independiente, es advertida también por CARRASCO PEREIRA: “...aquí la doctrina jurisprudencial es inconsecuente, pues la sedicente autonomía de la garantía viene a equivaler tan sólo a una inversión de la carga de la prueba, que deja abierta la posibilidad de que el garante pruebe en el mismo proceso en el que es demandado que no se ha producido el supuesto de hecho calificado como incumplimiento del deudor principal”. Vid. op. cit., Tratado de..., p. 343.

(21) En la actualidad, es éste el objeto de la tesis doctoral en que estamos trabajando.

cial sobre las garantías “a primera demanda”⁽²²⁾. Existe con arreglo a nuestro criterio, de manera evidente, una conexión íntima de esta problemática de las reclamaciones fraudulentas y abusivas con la carga procesal que se le atribuya a estas garantías.

En casi todos los supuestos, en mayor o menor medida, y aunque sólo sea de soslayo, las decisiones judiciales acaban por referirse al cumplimiento o incumplimiento de la obligación garantizada. Igualmente, las partes introducen ocasionalmente en el proceso discusión en relación a la validez o invalidez de las obligaciones derivadas del contrato base.

Desde este enfoque, las **dudas latentes en la jurisprudencia sobre la configuración y distinción de estas garantías** no accesorias y la **deficiente interpretación que de las mismas se realiza**, conduce a situaciones en las que —y esto es muy grave— se desnaturaliza por completo el fin último buscado por las partes al concertar el contrato.

El Tribunal Supremo, como en la **sentencia de fecha 14 de noviembre de 2001** —RJA 9304—, se ve obligado por las limitaciones propias derivadas de su carácter casacional, a dictar resoluciones que quedan vacías de contenido y “se cargan” literalmente los intereses buscados en su origen por los contratantes. En el “intra” de la sentencia referida se pone de manifiesto la necesidad de depurar al día de hoy la estructura de las “garantías a primer requerimiento”, más allá de reiterar constantemente la misma doctrina. **Esto supone determinar con claridad, afrontar de una vez por todas, cuáles son las posibilidades de defensa del garante y del ordenante frente a las reclamaciones del beneficiario.** Entendemos que es éste el punto crucial y más problemático que se debe abordar.

El supuesto de hecho de esta Sentencia es expresivo del “desvarío” existente sobre la materia. Consecuencia de un contrato de ejecución de obra entre una sociedad constructora, denominada “Roco 86 Construcciones, SA”, y la compañía mercantil “Las Villas del Cardenal, SA”, la obligación de aquélla es garantizada mediante un aval a primera demanda o primer requerimiento otorgado por el “Banco Español de Crédito, SA”. Evidentemente, ni que decir tiene que el Alto Tribunal se ve absolutamente condicionado por la historia procesal del pleito.

(22) Vid. MIRELLA VIALE, “L’azione inibitoria tra fraud e strict fraud nella giurisprudenza inglese recente in tema di garanzie bancarie a prima domanda” en *Banca Borsa Titoli Credito*, 1989.I, p. 453. Señala que “...Di conseguenza è agevole comprendere **come il problema dell’escussione indebita e della possibilità per l’obbligato principale di prevenire o bloccare la richiesta di pagamento del beneficiario mediante un provvedimento ottenuto dal giudice in via d’urgenza sia al centro del dibattito giurisprudenziale sulle garanzie a prima domanda**”.

La compañía “Las Villas del Cardenal, S.A”, beneficiaria de la garantía, presentó demanda contra “Banco Español de Crédito, SA”, en tanto que garante, sobre reclamación de cantidad en virtud del correspondiente aval a primer requerimiento. La demandada contesta a la demanda interesando “*se tenga por planteada cuestión de competencia por declinatoria*” en favor de otro Juzgado donde se estaba tramitando litigio entre la sociedad avalada y la beneficiaria del aval a propósito del cumplimiento o incumplimiento de la obligación principal garantizada. El Juzgado de Primera Instancia dictó sentencia desestimando la demanda presentada por el beneficiario de la garantía. El texto de la sentencia del TS no nos permite conocer cuáles fueron los argumentos aducidos para ello. Sí sabemos, sin embargo, que el pleito fue recibido a prueba. La demandante interpuso contra dicha sentencia recurso de apelación y la Audiencia Provincial estimó en su integridad la demanda condenando al banco garante —que lo era a primer requerimiento— al pago de la cantidad reclamada, todo ello sin perjuicio de las acciones que pudiesen surgir a consecuencia del pago de la garantía. “Banco Español de Crédito, SA” presentó recurso de casación ante el TS.

Vemos con una claridad meridiana que una garantía pactada en su día como “aval a primer requerimiento” —y sin tener en cuenta ahora su total alcance, pues desconocemos el tenor literal del contrato—, se ha desvirtuado sobremanera ante la, en principio, legítima pretensión de hacerla efectiva vía judicial por parte del beneficiario de la misma. Se ha desvirtuado, decimos, en la medida en que **el automatismo querido por las partes al configurar esta garantía ha sido de un “plumazo” obviado por el Juez de Instancia, el cual parece admitió “prueba no líquida”, perpetuando un litigio que no se quería** ⁽²³⁾. Curiosamente, cuando se resolvió en primera instancia, se estaba todavía tramitando el procedimiento judicial principal referido al contrato base, con lo que la “garantía a primera demanda” debía haberse hecho efectiva ⁽²⁴⁾. La decisión, por contra, privó de virtualidad a la misma. De este modo, cuando el TS resuelve se encuentra ante la tesitura de haber recaído ya sentencia firme en aquel litigio. No obstante, se ve forzado por su carácter casacional y para salvar el reconocimiento jurisprudencial de estas garantías, a dictar una resolución a

(23) Precisamente, el “*calvario procesal*” que en muchos casos originaba la fianza, como garantía personal por excelencia, servía “*como antecedente justificador de que en el moderno tráfico jurídico se procure encontrar otras formas de garantía personal que eviten estos inconvenientes*”. Vid. MARTÍNEZ-CALCERRADA Y GÓMEZ, *op. cit.*, “El contrato de fianza y otras garantías personales...”, p. 820.

(24) Como dice el TS en la sentencia, en referencia al motivo alegado en casación sobre cuestión de competencia por declinatoria, “*el motivo parece dar por supuesta la accesoriedad de la obligación de la hoy recurrente, cuando en realidad la sentencia recurrida, aplicando la doctrina de esta Sala sobre el aval a primer requerimiento, considera superada ‘la tradicional rigidez de la accesoriedad de la fianza’*”.

sabiendas, a veces, de su injusticia. De ahí que culmine afirmando: “...*todo ello sin perjuicio también de que, dictada ya por esta Sala su sentencia de 3 de febrero de 1998 en el recurso de casación núm. 252/1994 dimanante del litigio entre la hoy recurrida y la constructora avalada, pueda tenerse en cuenta un eventual pago o cumplimiento de la obligación garantizada hecho en ejecución de lo decidido en aquel otro litigio...*”.

Resulta igualmente atractivo, a los efectos de la consideración desarrollada en este apartado, el supuesto de la **sentencia del TS con fecha 13 de diciembre de 2000** —RJA 10438—. Merece algún apunte sobre la misma.

Simplificando la base fáctica de la sentencia, decir que dos sociedades mercantiles celebran un contrato de promesa de compra-venta sujeto a condición suspensiva en relación con una finca urbana. Al margen de la complejidad del contenido contractual, cabe señalar como cláusulas de especial interés las recogidas con el número tres y ocho. La cláusula tercera se refiere a la purificación de la condición suspensiva y en sus párrafos segundo y tercero se recoge literalmente que “...*de no comparecer la Compradora al otorgamiento, la Vendedora no se hallará obligada a proceder al otorgamiento de la escritura de compraventa, y el avalista vendrá obligado a pagar, al primer requerimiento de la vendedora, la suma* de quinientos millones de pesetas (500.000.000 de ptas.); *De tales notificaciones se remitirán copias al Avalista, a efectos de que éste cumpla con, o quede relevado de, su obligación de garantía*”. En la cláusula octava, bajo la rúbrica “Aval”, se conviene que el presente contrato únicamente tendrá validez entre las partes, si la obligación de pago por parte de la promitente Compradora viene avalada por una Entidad de Seguros, mediante documento, también intervenido, simultáneamente con el presente contrato. Consecuencia del contrato de seguro de caución firmado entre la promitente de compra, como tomadora, y una compañía de seguros, como aseguradora, por ésta se extiende un aval-caución formando parte de la póliza, en el que avala a aquélla ante la promitente de venta, asegurada, la obligación de pago asumida en el clausulado del contrato, con renuncia expresa a los beneficios de orden, división y excusión. En la fecha señalada para el otorgamiento de la escritura pública se produce la incomparecencia al acto de la potencial compradora, lo que originó que la entidad promitente de venta asegurada reclamara judicialmente la suma avalada, con la particularidad de formular demanda tanto contra la compañía aseguradora como contra la parte que asumió la obligación de compra.

Desde el punto de vista estrictamente procesal, a grandes rasgos, podemos señalar que en el escrito de demanda se solicita se condene a las codemandadas a pagar solidariamente a la actora una determinada cantidad. El Juzgado de Primera Instancia dictó sentencia desestimando la demanda. La resolución fue recurrida en apelación por la entidad demandante y la Audiencia Provincial

dicta sentencia por la que se acoge parcialmente el recurso condenando exclusivamente a la aseguradora. Contra la Sentencia de la Audiencia se formularon tres recursos de casación. Nos interesa sobre todo el presentado, con base en distintos motivos, por *Seguros Alba*. Por la parte recurrente, tal y como dice la Sentencia, se plantea como obstáculo principal a la efectividad del aval-caución que no se da la situación básica del incumplimiento contractual.

En cuanto a la interpretación de la cláusula en el aval pactado, calificado de “al primer requerimiento”, y para el caso en examen, el TS vuelve a evidenciar que existe una absoluta falta de rigorismo en esta materia; que no se sabe muy bien a qué atenerse cuando nos enfrentamos a las denominadas garantías “a primer requerimiento”. Afirma que *“Esta cláusula supone que la entidad vendedora (promitente en venta) está facultada para reclamar al Avalista la cantidad asegurada con la sola afirmación de haberse producido la incomparecencia de la promitente de compra al otorgamiento de la escritura pública, tanto más que no se ha negado tal incomparecencia, sino únicamente se ha tratado de explicar por unas razones u otras razones, que, son ajenas a la operatividad de la previsión contractual”*; para decir luego que, “desde la óptica de la técnica asegurativa, la cláusula significa que el siniestro se entiende producido por la simple reclamación de pago del asegurado (beneficiario). **El garante (aseguradora) no puede cuestionar el incumplimiento del tomador; se excluye la discusión sobre la producción del siniestro; no puede apoyarse en excepciones derivadas de la relación de valuta; y no cabe exigir del beneficiario que acredite el incumplimiento del obligado principal. Se impone un deber cuasi-automático de pago por parte de la aseguradora ante el simple requerimiento del asegurado, que no precisa acompañarse de justificación alguna, resultando inane la oposición del tomador del seguro** pues no se precisa de su conformidad expresa ni tácita. Todo ello sin perjuicio del derecho de regreso del asegurador respecto del tomador, o de los contragarantes”; pero es más, en tanto que sigue su particular iter argumental: “Ciertamente la Jurisprudencia ha mitigado la doctrina anterior, en aras de la buena fe contractual —art. 1258 CC—, y a fin de evitar el enriquecimiento injusto, permitiendo al garante, caso de contienda judicial, probar que el deudor principal ha pagado o cumplido su obligación con la consiguiente liberación de aquél, produciéndose así una inversión de la carga de la prueba... Sin embargo, **todo lo más que podría suponer la aplicación (o adecuación) de tal doctrina a casos como el de autos sería que la aseguradora pudiera probar ‘la comparecencia’ de la promitente en compra...**”. Parece cuando menos increíble que el TS se pronuncie en estos términos: “*Todo lo más*”, dice.

Habría que preguntarle al TS si cuando refiere que “no se ha negado tal incomparecencia”, lo que nos quiere decir es que podía, y en consecuencia debía, haberse aportado material probatorio suficiente para probar la obligación contractual principal de comparecencia. La respuesta vendría dada por la nece-

saría creación de una jurisprudencia que afrontara el deslinde, más o menos definitivo, de los distintos tipos de garantía “a primer requerimiento”, sus efectos y las posibilidades de defensa frente a las reclamaciones, sean o no abusivas, que se produzcan.

Otra resolución que debe ser destacada es la **sentencia del TS de 5 de julio de 2002** —DEJ 26102—. El procedimiento versa sobre la celebración de un contrato de obra entre el armador demandante y un astillero por el que el primero encargó al segundo la construcción de una embarcación. Consecuencia de este contrato fue el libramiento de un aval por la entidad bancaria demandada en garantía del cumplimiento del mismo. Se mantiene por el recurrente en casación que **hay un laudo, no firme, que declara que no hay causa de resolución por incumplimiento del contrato de obra. El Tribunal entiende que “El razonamiento no puede ni siquiera considerarse al tratarse de un aval a primer requerimiento. Según el concepto de éste, el avalista, Banco demandado... debe cumplir el aval, tal como dice literalmente (‘bastando’) cuando le ha sido notificado por el armador la resolución del contrato de obra notificada al astillero y esto se ha verificado. Por tanto, al cumplirse este primer requerimiento, el Banco debe pagar, sin perjuicio de acciones posteriores que procedan. **Contrajo una obligación independiente, no accesorio y no subordinada** al contrato cuyo cumplimiento garantiza: éste es el concepto de aval a primer requerimiento”**.

Al margen de que en nuestra opinión es más que discutible que se trate de una garantía independiente o autónoma, como parece decirse en la Sentencia, **podríamos preguntarnos, en el contexto de la posible oposición del garante a la reclamación de estas garantías por el beneficiario, si la solución adoptada hubiese sido la misma de tratarse de un laudo firme** que declarase la no existencia de incumplimiento del contrato base.

III. NOVEDAD EN LA JURISPRUDENCIA: CLARIFICACIÓN DE CONCEPTOS. LO QUE SE HA DICHO Y LO QUE NO SE HA DICHO SOBRE LAS GARANTÍAS “A PRIMER REQUERIMIENTO”

Si hemos visto más arriba lo dicho en la casi totalidad de las sentencias sobre garantías “a primer requerimiento”, por otro lado, fundamentales son la **sentencia de la Audiencia Provincial de Zaragoza (Sec. 2.ª) de 13 de mayo de 1998** —AC 5780—, y la **sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (Sec. 20.ª) de 16 de julio de 1998** —AC 1801—.

1. La Sentencia de la Audiencia Provincial de Zaragoza de 13 de mayo de 1998: novedad con respecto a lo que reiteradamente se ha dicho en torno a estas garantías

Esta sentencia constituye la primera resolución judicial que en nuestro país se hace eco de la doctrina italiana —y en su origen alemana, aunque planteada desde otra perspectiva— sobre garantías “a primer requerimiento”, en cuanto a la admisibilidad y distinción entre fianza con “cláusula de pago a primer requerimiento” —que sigue siendo accesoria— y el contrato autónomo de garantía, independiente y no accesorio⁽²⁵⁾. Si bien la Sentencia es criticada por CARRASCO PERERA⁽²⁶⁾, en tanto afirma que *“Lo malo de esta sentencia no es que ha creado una distinción innecesaria, sino que no ha suministrado los criterios oportunos para decidir en cada caso... Como puede apreciarse una vez más, la asimilación jurisprudencial de doctrinas innecesarias siempre se acaba pagando a costa de sucumbir ante un formalismo enervante, alejado de la práctica contractual”*, creemos, al margen de la necesidad o no de la distinción, no poder compartir por entero su opinión. La doctrina de la sentencia, lejos de ser innecesaria, constituye, frente a la constante imprecisión de la jurisprudencia sobre la materia, una verdadera manifestación de buenas intenciones; ¿Se puede decir que no ha suministrado los criterios oportunos para decidir en cada caso?: En nuestra opinión no. Lo que pretende la sentencia no es más que lanzar el mensaje de la conveniencia de atender a lo que las partes quieren en cada momento dejando al lado, precisamente, cualquier *“formalismo enervante”*. Por ello dice así: *“...El problema está en que no siempre será fácil determinar cuándo nos encontramos ante una fianza a primer requerimiento y cuándo ante una garantía de carácter autónomo, siendo ello una cuestión a resolver mediante un examen global y conjunto de los pactos y cláusulas en que se recoge la garantía, en unión de los demás factores concurrentes en el caso de que se trate”*.

(25) En la **jurisprudencia alemana**, la sentencia de 3 de marzo de 1976 del BGH recoge las bases para la admisión de la fianza “a primera demanda”. Nos ilustra ALBIEZ DORMAN: *“Desde el primer momento, a partir de la sentencia de 3 de marzo de 1976 del BGH, la preocupación es bien otra: precisar, de acuerdo con los términos en que están redactados los documentos de garantía, si realmente se trata de una fianza ‘a primera demanda’ o bien de una garantía bancaria independiente. Resultado de esta preocupación es la elaboración de una serie de indicios para la correcta calificación”*. Vid. “Las bases dogmáticas de las garantías bancarias”, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 636, año LXXII, 1996, p. 1838. En la **jurisprudencia italiana** el debate se plantea desde otro ángulo, una vez superado, como paso previo, el relativo a la admisibilidad de las garantías independientes. Las sentencias de 1 de octubre de 1987 y 6 de octubre de 1989 de la Corte di Cassazione consideran viable la fianza “a primera demanda” que puede coexistir en el tráfico con la garantía independiente.

(26) *Op. cit.*, *Tratado de...*, p. 347.

Por lo que se refiere al supuesto de la Sentencia, la entidad “Ford Credit Europe PCL” formuló demanda en reclamación de cantidad contra las entidades “Mercazauto, SA”, “Comercial Cartie, SA” y don Norberto C.R. Para algunos de los demandados la obligación que se reclama surge en virtud de fianza otorgada en documento privado que se redacta en estos términos: “‘Aval del Contrato de Concesión entre Ford España, SA’ y ‘Mercazauto, SA’.. .Por aval y hasta la cantidad de..., con renuncia expresa al beneficio legal de orden, división y excusión, solidariamente entre sí y con el Concesionario, relativo al cumplimiento por éste de todas las obligaciones de pago dimanadas del Contrato arriba reseñado, excepto las derivadas de la compra de vehículos, **con el compromiso de efectuar el pago inmediato al primer requerimiento de ‘Ford España, SA’...**”.

No se puede dejar de transcribir aquí la literalidad de la Sentencia, porque, como hemos expresado anteriormente, aporta novedad, un plus, con respecto a lo que reiteradamente se dice en torno a estas garantías:

*“La simple mención de la cláusula a primer requerimiento no sirve por sí sola para identificar una garantía como independiente y no accesorio, pues tal expresión unas veces nos sitúa ante una garantía autónoma y otras ante un contrato de fianza; la diferencia entre una fianza a primer requerimiento y una garantía a primer requerimiento autónoma radica en que en la primera se da la nota de accesoriedad; por el contrario, la segunda supone un contrato atípico, producto de la autonomía de la voluntad sancionada por el artículo 1255 del Código Civil, en el cual la accesoriedad ha quedado excluida: el garante que paga siempre paga bien, aunque el beneficiario en el fondo careciese de derecho material al cobro, y si este supuesto se produjese el garante no estaría legitimado para reclamar al beneficiario la restitución del pago hecho, siendo la persona garantizada (llamada ordenante) quien puede exigir del beneficiario la restitución de lo obtenido injustificadamente por él; el garante recupera lo pagado del ordenante, quien no puede oponerle ninguna excepción derivada de la relación de valuta; esta situación en la práctica suele ir acompañada de convenios entre garante y ordenante en virtud de los cuales aquél se coloca en condición de recuperar de éste lo pagado al beneficiario (contragarantías)... **El problema está en que no siempre será fácil determinar cuándo nos encontramos ante una fianza a primer requerimiento y cuándo ante una garantía de carácter autónomo, siendo ello una cuestión a resolver mediante un examen global y conjunto de los pactos y cláusulas en que se recoge la garantía, en unión de los demás factores concurrentes en el caso de que se trate; si tenemos en cuenta que... se vincula el ‘aval’ al cumplimiento del contrato subyacente y en vez de renunciarse en él a las excepciones derivadas del contrato principal, se renuncia a los beneficios legales ‘de orden, división y excu-***

sión', se llega a la conclusión de que nos hallamos ante una fianza solidaria a primer requerimiento, no ante una garantía autónoma e independiente".

2. La Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 16 de julio de 1998: inversión de la carga de pleitear

En cuanto a la segunda de las sentencias —**SAP Madrid de 16 de julio de 1998**⁽²⁷⁾, siendo Ponente el Ilmo. Sr. D. José Luis de Castro Martín—, se deja entrever en ella un gran nivel de comprensión, también por las partes en litigio, sobre la configuración y estructura de las garantías "a primer requerimiento", que, como intentamos poner de manifiesto, no es nada habitual. **Realmente se añoran resoluciones del TS con este calado.**

El supuesto, lejos de una mayor complejidad, consiste en la demanda sobre reclamación de cantidad interpuesta por una entidad contra el "Banco Popular Español, SA" con base en la carta de garantía emitida por éste. El Juzgado de 1.^a Instancia condena al pago de la cantidad reclamada, y se interpone recurso de apelación por el Banco garante. Los motivos aducidos inteligentemente por la apelante son dos; de un lado, que de acuerdo con los términos del contrato suscrito, la efectividad de la obligación de garantía asumida quedaba condicionada a que el beneficiario efectuase una reclamación de forma fehaciente, debiendo interpretarse que sólo tiene este carácter si se realiza por medio de Notario; de otro, que la obligación asumida por el Banco recurrente no es una garantía abstracta, sino una obligación fideusoria, a la que debe aplicarse el régimen jurídico propio de la fianza solidaria, lo que implica la posibilidad de que el Banco oponga al beneficiario excepciones derivadas del contrato subyacente.

La beneficiaria de la garantía, muy en su papel, argumentó que la obligación reclamada en la demanda se había configurado convencionalmente como garantía de carácter autónomo o independiente, no accesorio.

Dejando atrás el primero de los motivos en que se apoya el recurso, la Audiencia Provincial dicta una sentencia que no tiene desperdicio alguno, y no se ve influenciada por el confusionismo del TS sobre la materia. Se pronuncia en estos términos:

"El carácter abstracto o independiente de la garantía resulta de los términos en que aparece redactada la declaración suscrita por el Banco. Conforme al

(27) Llama la atención sobre esta sentencia CARRASCO PERERA, ya que "Apenas puede encontrarse alguna resolución judicial que advierta que lo que comporta la cláusula de pago a primer requerimiento no es una simple inversión de la carga de la prueba del cumplimiento/incumplimiento, sino una inversión de los costes de pleitear, que se trasladan al garante o al deudor, que deberán reclamar 'ex post', una vez que el beneficiario tenga el dinero en su poder, merced a que la cláusula conduce al 'solve et repete' (así, correctamente SAP Madrid 16 de julio 1998)". Vid. op. cit., Tratado de..., p. 344.

tenor literal del documento, el Banco Popular Español, SA pagará y hará efectiva este aval hasta el importe máximo citado más arriba, contra el primer requerimiento por escrito de “Bitburger Brauerei Th. Simon”, **sin poder posponer el pago o negarse al mismo por ningún motivo, incluso sin poder acogerse al beneficio de excusión. Estas expresiones revelan que nos encontramos ante una garantía abstracta, en cuanto que el banco garante renuncia de forma expresa a la utilización de toda clase de defensas o excepciones que pudieran derivar de la relación subyacente, garantizada. En consecuencia, debe declararse la independencia de la obligación asumida por el Banco recurrente, lo que implica la imposibilidad de oponer a la pretensión de la sociedad beneficiaria de la garantía las excepciones relativas al incumplimiento o cumplimiento defectuoso de las obligaciones correspondientes al contrato subyacente. El efecto propio de la prestación de garantías abstractas o independientes consiste precisamente en asegurar, en todo caso, que el beneficiario cobre, provocando lo que se ha denominado una inversión de la carga de pleitear (primero pagar, después pleitear). Si una vez satisfecho el interés de dicho beneficiario, resultase que el mismo no era en realidad (atendidas las vicisitudes de la relación subyacente) acreedor del ordenante de la garantía, recaerá sobre éste la carga de reclamar la restitución de lo pagado... La conclusión anterior no queda desmentida por las alusiones al contrato subyacente efectuadas por la representación de la sociedad beneficiaria en distintas actuaciones de este procedimiento. Tales alusiones constituyen referencias inevitables, dado que todo negocio de garantía implica conceptualmente la existencia de una relación jurídica previa, de un crédito que se garantiza. Pero de las referencias a la relación subyacente no se sigue que a la garantía se haya de atribuir, como pretende el recurrente, la nota de accesoriedad, porque las únicas referencias que pueden incidir en la decisión acerca del carácter (abstracto o accesorio) del negocio de garantía son las incluidas en el documento en el que se expresa la voluntad del garante, y, como se ha visto, de los términos de dicho documento se desprende la deliberada intención de establecer una regla de inoponibilidad de las excepciones derivadas del contrato subyacente, configurándose así la garantía como abstracta o independiente”**⁽²⁸⁾.

(28) La Sentencia es reflejo de una pretendida equivalencia entre la garantía independiente y la cláusula *solve et repete*. Para CERDÁ OLMEDO, “La naturaleza de cláusula *solve et repete* de la garantía, en relación con las operaciones subyacentes, se afirma en la sentencia citada de 14 de noviembre de 1989, al decir que el pago de la garantía se entiende ‘...sin perjuicio de que después, el cliente (ordenador) tenga que pagar... (al garante) lo que éste haya abonado’ y ‘sin perjuicio también de la reclamación que (el deudor de la relación subyacente) pueda formular frente (a la contraparte en dicha relación y beneficiario de la garantía), por una retención indebida del importe de la garantía, si entiende que ha cumplido sus obligaciones con plena corrección’”. Vid. “El aval a primer requerimiento”, *Derecho de los Negocios*, n.º 15, Año 2, t. 1990-1991, p. 11.

3. La Sentencia del Tribunal Supremo de 17 de febrero de 2000: Reiteración de doctrina y continuación en la falta de clarificación de conceptos

La **sentencia del Tribunal Supremo de fecha 17 de febrero de 2000** (RJ Aranzadi 2000/1162) ⁽²⁹⁾, siendo ponente el Excmo. Sr. D. Ignacio Sierra Gil de la Cuesta, es expresiva, y baste por ahora, de lo dicho por nuestra jurisprudencia de un modo reiterado en relación a las garantías que tratamos. A propósito de una “garantía” otorgada en relación a la obligación de pago surgida de un contrato de suministro, y ante la reclamación de pago del beneficiario, el garante —en este caso una Sociedad de Garantía Recíproca y no una entidad bancaria— se opone, a los efectos que nos interesan, con base en los artículos 1849 y 1851 del Código Civil que permitirían el análisis de las excepciones de prórroga y de pago como modo de extinción de la fianza. Si bien el Juzgado desestimó la demanda interpuesta por el beneficiario, la Audiencia Provincial estimó el recurso de apelación interpuesto declarando a la entidad garante deudora de la correspondiente cantidad reclamada, y el Tribunal Supremo viene a confirmar esta sentencia en tanto que “...se dan los requisitos precisos para el triunfo de la pretensión de la parte actora, cuyo fundamento no se encuentra en una situación normal de afianzamiento”.

Condensando prácticamente la totalidad de aquello que nuestro TS ha sido capaz de decir de estas garantías, refiere así en su Fundamento de Derecho segundo:

*“Efectivamente la base de la sentencia recurrida radica en estimar que la relación contractual que ligaba a las partes estaba constituido por un **contrato autónomo de garantía** ⁽³⁰⁾ denominado **aval al primer requerimiento**, contrato atípico, **producto de la autonomía de la voluntad sancionada por el art. 1255 del Código Civil**, así S. 14 de noviembre de 1989 [RJ 1989\7878] en el cual **el fiador** viene obligado a realizar el pago al beneficiario cuando éste se lo reclame, ya que la obligación de pago asumida por el garante se constituye como una obligación distinta, autónoma e independiente, de las que nacen del con-*

(29) Vid. el comentario a esta sentencia de CARRASCO PERERA, *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, octubre-diciembre, 2000, marg. 1464, pp. 987-998.

Vid., del mismo modo, INFANTE RUIZ, “Crónica jurisprudencial sobre el contrato autónomo de garantía (a propósito de dos recientes sentencias del Tribunal Supremo)”, *Revista de Derecho Patrimonial*, núm. 6, 2001-1, pp. 437-462.

(30) En la jurisprudencia del TS no es nada frecuente la referencia a estas garantías como “**contrato autónomo de garantía**”. En esta sentencia, sin embargo, el TS hace uso de este término.

trato cuyo cumplimiento se garantiza; es nota característica de **esta forma de garantía personal**, que la diferencia de la fianza regulada en el Código Civil, su no accesoriedad, nota a lo que se alude en la sentencia de 11 de julio de 1983 (RJ 1983\4209), al incidir **‘las garantías denominadas de primera solicitud en el comercio internacional’**, entre ‘las nuevas figuras que tendiendo a superar la rigidez de la accesoriedad, es decir, la absoluta dependencia de la obligación garantizada para la existencia y misma supervivencia’, así como la sentencia de 14 de noviembre de 1989, en la que se afirma que ‘toda interpretación que se trate de dar a la palabra garantía en el sentido de la obligación accesoria de fianza o de aplicar la excusión que le es característica, desvirtúa la naturaleza de la obligación compleja a la que venimos haciendo mérito’, de ahí que el garante no pueda oponer al beneficiario que reclama el pago otras excepciones que las que se deriven de la garantía misma, siendo suficiente la reclamación del beneficiario frente al garante para entender que el obligado principal no ha cumplido, si bien en aras del principio de la **buena fe contractual, art. 1258 del Código Civil**, se permite al garante, en caso de contienda judicial, probar que el deudor principal ha pagado o cumplido su obligación con la consiguiente liberación de aquél, produciéndose así **una inversión de la carga de la prueba**, ya que no puede exigirse al beneficiario que acredite el incumplimiento del obligado principal, siendo suficiente, como se dice, la reclamación de aquél beneficiario para que nazca la obligación de pago del avalista”.

IV. CONCLUSIONES: NECESIDAD DE CRÍTICA E IMPORTANCIA DE LA DECISIÓN DEL JUEZ DE INSTANCIA

Del examen de la Jurisprudencia se puede concluir, más allá de lo referido hasta ahora, que la situación en la actualidad de las garantías “a primer requerimiento”, en su sentido más amplio, está necesitada de una clarificación de conceptos que elimine la incertidumbre y el oscurantismo sobre la materia. Al día de hoy no exageramos si decimos que los Tribunales no saben a qué atenerse cuando se enfrentan a estas garantías⁽³¹⁾. Difícil es creer, sin embargo, que las partes no sepan lo que realmente buscan cuando incorporan determinadas cláusulas en estos contratos. Lo saben y son conscientes de lo que quieren, y de ahí la importancia de la exigencia de claridad y precisión en la redacción del clausulado contractual. Ciertamente, no obstante, que no todos los operadores buscan en lo

(31) Cuando menos resulta curioso, y arrastra obligadamente a la reflexión, que en los casos enjuiciados no se hayan encontrado cláusulas contractuales que remitan a las Reglas Uniformes de Garantías a Demanda de la CCI de 1991, ni que los tribunales siquiera hayan insinuado estas Reglas desde la perspectiva de los usos de comercio, como posibilidad paralela a lo que ocurre con las Reglas y Usos Uniformes de la CCI sobre créditos documentarios.

pactado idénticos efectos, complicándose aún más por ser éstos fronterizos; por ello la diversidad de cláusulas contractuales, su diversa redacción, la referencia o no al contrato base, etc. Ciertamente también que es común en el tráfico actual, en mayor o menor medida, la huida de la fianza al uso, de la fianza típica.

Nuestro convencimiento es que desde el momento en que ante una garantía a “primer requerimiento”, sea cual fuese su final calificación jurídica —que la tendrá—, se reclama judicialmente por el beneficiario, en el mismo proceso, tanto al garante como al ordenante o deudor del negocio garantizado, entonces la garantía se desnaturaliza pues en principio se podrá y deberá discutir todo. También se desnaturaliza con la sola reclamación judicial del beneficiario de la garantía al garante; y es porque se ha llegado a donde no se quería cuando se pactó este tipo de garantía; al litigio. Frente a la irregularidad de esta situación, la verdadera efectividad de estas garantías se producirá cuando exista uniformidad en el criterio de decisión de los jueces de instancia. Para esto es necesario que el TS entienda definitivamente lo que se busca con estas garantías, que no es sino lo buscado por las partes al redactarlas, dejando al margen discusiones trasnochadas sobre su admisibilidad. El Juzgador de Instancia debe, de un modo automático, denegar toda prueba propuesta que pretenda introducir discusión sobre el contrato garantizado ⁽³²⁾ —salvo los casos en que lo pactado no sea más que una discutible fianza con inversión de la carga de la prueba; totalmente accesorio, por tanto. Inversión de la carga de la prueba que no tendría nada que ver, a mi parecer, con las garantías independientes ni con la posibilidad que en éstas existe de oponer la *exceptio doli*, en aras, ahora sí, de la buena fe contractual—. Este talante en las resoluciones del Juez de instancia no eliminará la posibilidad de apelación de la sentencia así dictada, pero deja infundada cualquier expectativa de que prospere el recurso. A la larga, esta seguridad y contundencia en las resoluciones conducirá a que las garantías encuentren su normal vía de efectividad, que no es otra sino la extrajudicial.

(32) Esto en tanto que prueba “impertinente” por no guardar relación con lo que es el objeto del proceso (art. 283.1 LECiv.).

LA CRISIS DEL SISTEMA DE FINANCIACIÓN DE LOS CURSOS DE IDIOMAS

IRENE ESCUIN IBÁÑEZ

*Doctora en Derecho.
Universidad Politécnica de Cartagena*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. DESCRIPCIÓN DEL SISTEMA DE FINANCIACIÓN.
- III. PROTECCIÓN DEL ALUMNO FINANCIADO ANTE EL CESE DE LA PRESTACIÓN DE SERVICIOS.
 - 1. Análisis del sistema de financiación a la luz de las previsiones de la Ley 7/1995, de Crédito al Consumo.**
 - A) Requisitos para obtener protección legal.
 - a) Requisitos objetivos: existencia de un acuerdo previo en exclusiva.*
 - b) Requisitos subjetivos.*
 - B) Instrumentos legales de protección.
 - a) Oponibilidad frente a la financiera de excepciones fundadas en el contrato de prestación de servicios.*
 - b) Ejercicio de acciones frente a la entidad financiera fundadas en el contrato de prestación de servicios.*

- c) *Efectos de la resolución del contrato de prestación de servicios sobre el crédito vinculado.*

2. **Utilización de los instrumentos previstos en la Ley 7/1995 para la protección de los alumnos afectados.**
3. **Primeros pronunciamientos jurisprudenciales sobre la materia.**

IV. REFORMA DEL RÉGIMEN DE FINANCIACIÓN AL CONSUMO: LA PROPUESTA DE DIRECTIVA DEL PARLAMENTO Y EL CONSEJO EUROPEO RELATIVA A LA ARMONIZACIÓN DE LAS DISPOSICIONES LEGALES, REGLAMENTARIAS Y ADMINISTRATIVAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS EN MATERIA DE CRÉDITO A LOS CONSUMIDORES.

I. INTRODUCCIÓN

Desde que las academias *Opening English* anunciaran su cierre en agosto de 2002, han sido muchos los centros de idiomas que han corrido idéntica suerte. La Academia *Brighton* cerró sus puertas en octubre de 2002, *Oxford English* en enero de 2003 y *Cambridge English* en febrero de 2003. Esta crisis continuada del sector ha puesto en entredicho un modelo de gestión empresarial que se fundamenta, por un lado, en campañas publicitarias bastante agresivas y, por otro, en la repercusión de los costes de funcionamiento de forma casi exclusiva sobre el alumnado, quien se ve obligado a pagar por anticipado el importe total del curso.

La necesidad de desembolsar importantes cantidades de dinero para poder acceder al servicio hace que la financiación se convierta en una pieza clave para el funcionamiento de estos centros. Sin embargo, la vía de concesión de crédito utilizada ha generado innumerables conflictos durante el proceso de crisis y posterior cierre de las empresas. La envergadura que está adquiriendo la cuestión, tanto por el número de afectados, como por las sumas de dinero implicadas, justifica un análisis detenido del fenómeno. A tal efecto, será objeto de atención tanto el sistema de financiación empleado, como los riesgos y dificultades que representa para el alumno acreditado. Al mismo tiempo, la crisis experimentada por las academias de idiomas reviste especial interés en la medida en que permite comprobar el grado de utilidad y eficacia de las soluciones que al respecto ha previsto nuestro ordenamiento jurídico. Por ello, será objeto de valoración especial la aplicación concreta que han tenido por los tribunales. En último término, también se hace una breve referencia a las propuestas de reforma en el tratamiento legal de este mecanismo de concesión de crédito, especialmente en el ámbito de la Unión Europea.

II. DESCRIPCIÓN DEL SISTEMA DE FINANCIACIÓN

El modo de operar de todos estos centros de idiomas responde a un patrón idéntico. El alumno suscribe dos relaciones jurídicas distintas: por un lado, el contrato de prestación de servicios con la academia y, por otro, el contrato de concesión de crédito con la entidad financiera. La particularidad de este tipo de operaciones es que normalmente vienen precedidas por relaciones de colaboración entre la academia y la entidad financiera. A través de esta colaboración previa, la primera canaliza su clientela necesitada de financiación hacia la segunda y, a cambio, la entidad acreditante adelanta directamente a la academia el importe íntegro de las cuotas que el alumno tiene que desembolsar por el curso.

Con este modo de operar los alumnos se han visto obligados a seguir pagando sus créditos, a pesar del incumplimiento del contrato de prestación de servicios como consecuencia del cierre de los centros. La razón de ello se encuentra en la vigencia del principio de relatividad de los contratos recogido en el artículo 1257 del CC. De acuerdo con este último, los contratos únicamente despliegan sus efectos entre quienes han sido parte sin que puedan perjudicar o beneficiar a terceros. Ello implica que la entidad financiera no puede verse afectada por las vicisitudes del curso de idiomas porque no ha sido parte en este negocio jurídico. Sus relaciones con el alumno se limitan simplemente a la suscripción de un contrato de financiación.

La situación descrita no constituye un problema nuevo. Desde hace mucho tiempo tanto la jurisprudencia como la doctrina comparada han venido desarrollando una intensa labor al objeto de defender los intereses del acreditado que participa en este tipo de operaciones para adquirir bienes o servicios⁽¹⁾. En nuestro entorno, aunque con retraso también es posible encontrar pronunciamientos jurisprudenciales y un cierto tratamiento doctrinal de la cuestión⁽²⁾. Pero sobre todo es necesario destacar la cobertura legal que desde 1995 viene ofreciendo a este tipo de situaciones la Ley 7/1995, de Crédito al Consumo. La norma respondió, en su momento, a la preocupación existente en el entorno europeo sobre la difícil posición que ocupaba el consumidor de crédito y que tuvo su plasmación en la Directiva 86/102/CEE, de Crédito al Consumo. En la

(1) Concretamente el problema ha sido objeto de una profunda reflexión en Alemania desde la década de los 50. Además de ello, conviene destacar un incipiente tratamiento legislativo de estas situaciones en la *Consumer Credit Act* inglesa de 1975 o en la Ley francesa de 78-22 sobre protección del consumidor en determinadas operaciones de crédito.

(2) El estudio doctrinal de la intervención de terceros en la financiación de las adquisiciones de bienes y servicios se sitúa en el marco de la Ley de Venta a Plazos de 1965, en la que se regulaban los llamados préstamos de financiación a comprador y vendedor. Los primeros pronunciamientos de los tribunales pertenecen a la década de los 90, pero de ellos no es posible entresacar un criterio jurisprudencial uniforme.

actualidad, las dificultades que rodean a las operaciones de crédito al consumo continúan presentes en la mente del legislador europeo. Prueba de ello es la existencia de una propuesta de Directiva del Parlamento y el Consejo europeo relativa a la armonización de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros en materia de crédito a los consumidores, que será objeto de un análisis posterior.

III. PROTECCIÓN DEL ALUMNO FINANCIADO ANTE EL CESE DE LA PRESTACIÓN DE SERVICIOS

La protección del alumno que recurre a la vía de financiación propuesta por el centro de idiomas plantea un conflicto entre dos intereses contrapuestos. Por una parte, la entidad financiera intentará hacer valer el principio de eficacia relativa de los contratos para no verse perjudicada por las incidencias del curso de idiomas. Pero, por otra parte, se encuentra también el interés del alumno que no desea seguir pagando por una prestación que efectivamente no ha recibido, ni va a recibir.

Para resolver este conflicto de intereses es necesario encontrar una justificación a la quiebra del principio de relatividad de los contratos en aras de la protección del alumno perjudicado. En realidad, el respeto a este principio resulta fundamental para el desarrollo de la actividad empresarial en condiciones de seguridad jurídica, porque garantiza que nadie va a resultar perjudicado por relaciones de las que no ha sido parte. Sin embargo, ante determinadas circunstancias no puede llevarse a cabo una aplicación estricta del mismo. Tal es el caso del supuesto de financiación que nos ocupa. Ya vimos que este último se caracterizaba por las relaciones previas de colaboración que mantenían el centro de idiomas y la financiera. Pues bien, esta colaboración significa que la entidad acreditante ha intervenido, de alguna manera, en la planificación y posterior desarrollo de una operación compleja como es la oferta financiada de cursos de idiomas. Además de esa colaboración recibe ciertas ventajas, en concreto, la posibilidad de incrementar su clientela. La financiera ocupa, de esta manera, una posición jurídica especial frente al contrato de prestación de servicios: no es parte contratante, pero tampoco puede decirse que sea un tercero extraño. Esta especial posición jurídica justificará, por tanto, una respuesta del ordenamiento jurídico que suavice los efectos de la aplicación estricta del principio de relatividad de los contratos en estos casos ⁽³⁾.

(3) Vid. al respecto, GONZÁLEZ PACANOWSKA, I., *Comentarios al Código Civil y compilaciones forales* (Dir. Albadalejo, M./Díaz Alabart, S.), t. XVII, Madrid, 1993, p. 325; ESCUÍN IBÁÑEZ, I., *Las adquisiciones financiadas en el crédito al consumo*, Granada, 2002, p. 79 y ss.

1. Análisis del sistema de financiación a la luz de las previsiones de la Ley 7/1995, de Crédito al Consumo

A) Requisitos para obtener protección legal

El factor clave para lograr una protección legal será, por tanto, la constatación de que tanto la financiera como el centro de idiomas han cooperado en el desarrollo de la operación. Dada su importancia, será este el primer requisito a tener en cuenta. No obstante, conviene destacar que en nuestro ordenamiento la protección del alumno financiado se encuadra legalmente dentro de una normativa de consumo. En consecuencia será necesario constatar no sólo la existencia de una colaboración, sino también que el sujeto financiado reúna los requisitos necesarios para adquirir la condición de consumidor a los efectos de la Ley 7/1995.

a) Requisitos objetivos: existencia de un acuerdo previo en exclusiva

De acuerdo con los términos de la LCC [art. 15.1.b)] existe colaboración siempre y cuando se consiga demostrar que proveedor y financiadora han suscrito un acuerdo previo en exclusiva. La trascendencia que adquiere este elemento en la protección del alumno financiado exige llevar a cabo un análisis más detenido de lo que se entiende tanto por acuerdo previo, como por exclusividad.

Con respecto al primero de los términos conviene señalar que el ordenamiento jurídico ha utilizado una fórmula vacía de contenido. Es decir, la LCC no ha llevado a cabo una delimitación precisa de lo que se entiende por acuerdo previo. Su constatación, por tanto, dependerá de que el alumno aporte indicios suficientes sobre la conexión existente entre el préstamo y el servicio financiado. No obstante, corresponde al órgano jurisdiccional decidir, en último término, si los indicios aportados tienen el número y entidad suficiente para considerar que financiera y proveedor han desarrollado la operación de forma conjunta y coordinada.

En este proceso de prueba han sido objeto de valoración especial aquellos indicios que se fundamentan en datos objetivos. En este sentido, son de utilidad aspectos como la existencia de un acuerdo marco escrito entre proveedor y financiera o la inclusión en los respectivos formularios contractuales de cláusulas que den cuenta de la conexión entre las dos relaciones. De igual modo y aunque no exista una constancia escrita, también puede hablarse de colaboración cuando el proveedor actúa como un agente o mandatario de la financiera, promoviendo operaciones que posteriormente esta última se encarga de finan-

ciar. Por otra parte, también merecen atención los supuestos en los que el proveedor trabaja con empresas filiales encargadas de la concesión de crédito ⁽⁴⁾.

Más dudas plantea la comprensión del término exclusividad. En términos generales puede decirse que la exigencia de un acuerdo previo en exclusiva significa que el alumno financiado tan solo logrará protección legal cuando el proveedor de los servicios haya asumido el compromiso de utilizar exclusivamente los servicios de la entidad financiera con quien colabora ⁽⁵⁾. La inclusión de este requisito representa, sin embargo, el principal punto débil del mecanismo de protección regulado en la LCC y, por tanto, el que mayores críticas doctrinales ha suscitado ⁽⁶⁾.

La exigencia de la exclusividad plantea bastantes dificultades al consumidor. En primer término, conviene señalar que la LCC ha diseñado un sistema de protección que deposita sobre este último la carga de comprobar que realmente existe una colaboración activa. Si esta última tiene que ser además en exclusiva se aumentan las exigencias de prueba, al tiempo que disminuyen correlativamente supuestos en los que el acreedor disfrutará de la protección deseada. Por otra parte la exclusividad es un requisito que el proveedor puede burlar muy fácilmente. Basta simplemente con utilizar los servicios de varias fuentes de financiación para no cumplir los requisitos de la LCC y, por tanto, para que no resulten aplicables las consecuencias jurídicas que ella misma establece. Pero además el requisito de la exclusividad no añade nada nuevo al motivo que fundamenta la intervención del legislador en estos casos. En efecto, el objetivo que persigue este último es dar una respuesta jurídica a la colaboración de la financiera en el contrato de prestación de servicios. El hecho de que esta colaboración sea o no en exclusiva no priva de justificación a la intervención del legislador.

(4) Vid., para una exposición más detallada de los indicios, ESCUIN IBÁÑEZ, I., *Las adquisiciones financiadas en el crédito al consumo*, p. 89 y ss.; 104 y ss.

(5) Esta interpretación de la exclusividad desde la perspectiva del proveedor ha recibido la mayor parte del apoyo doctrinal, vid. en este sentido ESCUIN IBÁÑEZ, I., *Las adquisiciones financiadas en el crédito al consumo*, p. 107; DÍAZ ALABART, S., “Financiación del consumo y contratos unidos en la Ley de Crédito al Consumo”, CDC, núm.20, 1996, p. 22; MARTÍ SÁNCHEZ, N., “La utilización de efectos cambiarios en la financiación al consumo”, en *Crédito al consumo y transparencia bancaria* (dir. Nieto Carol, U.), Madrid, 1998, p. 226.

(6) Vid. entre otros las críticas de DÍAZ MORENO, A., “Algunas observaciones acerca del artículo 12 de la Ley de Crédito al Consumo”, en *Estudios Homenaje al profesor Justino Duque Domínguez*, vol. I, Valladolid, 1998, p. 764; DÍAZ ALABART, S., “Financiación del consumo y contratos unidos en la Ley de Crédito al Consumo”, cit., p. 28; VERGEZ, M., “Análisis de la Ley 7/1995, de 23 de marzo, de Crédito al Consumo”, en *Estudios Homenaje al profesor Justino Duque Domínguez*, vol. I, Valladolid, 1998, p. 1151; ESCUIN IBÁÑEZ, I., *Las adquisiciones financiadas en el crédito al consumo*, p. 106 y ss.

b) *Requisitos subjetivos*

La protección dispensada por la LCC se destina específicamente a los consumidores, es decir, a tenor del artículo 1.2 *a aquellas personas físicas que actúan con un propósito ajeno a su actividad empresarial o profesional*. La introducción de este tipo de exigencias subjetivas plantea reparos similares a los ya comentados con motivo de la exclusividad, y es que tampoco añade nada nuevo al motivo último que fundamenta la intervención del legislador en defensa del sujeto financiado. En realidad, esta intervención se encuentra justificada no ya tanto porque la persona acreditada se encuentre en una posición de debilidad contractual, sino, como hemos indicado, porque existe una participación indirecta de la financiera en la adquisición de bienes y servicios a la que es necesario dar una respuesta jurídica. Por tanto, siempre que exista esa participación indirecta parece justo que la financiera se vea afectada de alguna manera por las vicisitudes de la prestación financiada, independientemente de que el sujeto acreditado sea o no un consumidor.

B) Instrumentos legales de protección

a) *Oponibilidad frente a la financiera de excepciones fundadas en el contrato de prestación de servicios*

Una vez analizados los presupuestos necesarios para obtener la protección dispensada por la LCC, el segundo paso será concretar en qué consiste dicha protección. El primer instrumento que puede utilizar el alumno afectado por este sistema de financiación será interrumpir el reembolso de las cuotas pendientes. Esta facultad aparece reconocida directamente en el artículo 15.1 de la LCC al afirmar que *el consumidor puede ejercitar frente a la financiera los mismos derechos que le corresponden frente al proveedor de los bienes o servicios*. Partiendo de esta premisa, conviene señalar que entre los derechos que asisten a quien interviene en una relación jurídica de carácter recíproco se encuentra la posibilidad de interponer la *exceptio non adimpleti contractus* cuando la contraparte no cumple correctamente sus obligaciones. Aplicando esta posibilidad al supuesto de hecho que nos ocupa resulta que el alumno estará facultado para oponer esta excepción frente a la financiera si el centro de idiomas no ha prestado sus servicios en la forma pactada⁽⁷⁾.

(7) Existe consenso doctrinal a la hora de considerar incluida en el artículo 15.1 de la LCC la posibilidad de excepcionar el pago frente a la financiera cuando se trata de operaciones vinculadas, vid. entre otros MARÍN LÓPEZ, M.J., *La compraventa financiada de bienes de consumo*, Madrid, 2000, p. 284; GAVIDIA SÁNCHEZ, J., *El crédito al consumo. Cesión y contratos vinculados*, Valencia, 1996, p. 117; ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Notas críticas al Proyecto de Ley de Crédito al Consumo”, *RDBB*, 1994, p. 1050.

El ejercicio de esta excepción queda sometido, no obstante, a un requisito previo y es que el alumno tiene que haber reclamado previamente contra la entidad financiera sin haber obtenido satisfacción alguna [art. 15.1.e)]. Este requisito suscita dos comentarios. En primer término habrá que delimitar qué se entiende por reclamación previa. En esta tarea la doctrina ha seguido una interpretación bastante flexible al objeto de conseguir una protección más eficaz del consumidor. Basta simplemente con haber reclamado por cualquier vía sin que sea necesario iniciar un procedimiento judicial o extrajudicial u obtener una sentencia o laudo firme⁽⁸⁾. El segundo comentario está relacionado con la utilidad que puede llegar a tener esta reclamación previa. En este caso, sin embargo, la respuesta no es tan sencilla. En realidad, la principal ventaja que tiene la posibilidad de excepcionar el pago es que se dispone de un instrumento rápido de defensa. Es decir, el consumidor sabe que puede interrumpir de forma inmediata el reembolso del préstamo cuando el proveedor no cumple convenientemente. Si para ello es necesario invertir tiempo y dinero en una reclamación previa, se esta restando inmediatez a la medida y, en definitiva, pierde buena parte de su eficacia⁽⁹⁾.

b) Ejercicio de acciones frente a la entidad financiera fundadas en el contrato de prestación de servicios

La ambigüedad con que se ha redactado el artículo 15.1 de la LCC⁽¹⁰⁾ ha llevado a parte de la doctrina a plantear una interpretación amplia del mismo, en función de la cual el consumidor no solo esté capacitado para excepcionar, sino también para interponer frente a la entidad financiera acciones directas fundadas en el negocio de adquisición. Ello significaría para el alumno perjudicado la posibilidad de exigir a la financiera ante el cese de los cursos de idiomas, o bien el cumplimiento específico del servicio contratado, o bien la resolución del contrato suscrito con el centro de idiomas junto a la consiguiente devolución de

(8) Vid. en este sentido MARÍN LÓPEZ, M.J., *La compraventa financiada de bienes de consumo*, cit., p. 326.

(9) Vid. críticas en ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Notas críticas al Proyecto de Ley de Crédito al Consumo”, p. 1050 y s.; BUSTO LAGO, J.M., “Incumplimiento de la prestación de servicios financiada a través de un contrato de préstamo al consumo. Algunas reflexiones a propósito del caso ‘Opening English School’”, *AJA*, núm. 564, 2003, p. 4.

(10) Esta ambigüedad no es exclusiva del ordenamiento jurídico español. En su adaptación de la Directiva el Texto Unificado italiano tampoco ha sido mucho más claro a la hora de definir las posibilidades de defensa del consumidor acreditado, vid. recientemente TARANTINO, G., “Credito al consumo e obblighi di restituzione della somma mutuata”, *BBTC*, 2002, p. 401.

prestaciones, y en ambos casos la indemnización que corresponda por los daños y perjuicios causados ⁽¹¹⁾.

Esta interpretación tan amplia presenta, sin embargo, algunas dificultades. La más importante es que la posibilidad de hacer frente todas estas reclamaciones se encuentra fuera de la esfera de actividad de la propia entidad financiera. Esta última se dedica a la concesión de préstamos, pero no a la impartición de cursos de idiomas, con lo cual no resulta factible exigirle el cumplimiento de los derechos que se derivan de este contrato mediante la interposición de acciones directas. Además con ello se está atribuyendo a la financiera una responsabilidad que no es proporcionada a su participación en esta operación vinculada de crédito al consumo. Hemos visto que el legislador interviene en este tipo de operaciones para dar una respuesta jurídica a la colaboración que mantiene con el proveedor en el desarrollo de la operación. No obstante, puede resultar excesiva una respuesta que equipara su posición jurídica con la de quien ha sido parte directa en el contrato de prestación de servicios haciéndole asumir las mismas cargas ⁽¹²⁾.

c) Efectos de la resolución del contrato de prestación de servicios sobre el crédito vinculado

Junto a la posibilidad de no tener que seguir pagando las cuotas pendientes, otra de las preocupaciones del alumno financiado es que se le devuelvan las cantidades satisfechas por un servicio que efectivamente no ha recibido. Nos situamos, por tanto, ante los efectos que tiene sobre el préstamo vinculado el incumplimiento del contrato por el centro de idiomas y su consiguiente resolución.

Al respecto el artículo 14.2 introduce como regla general que la ineficacia del contrato de prestación de servicios determina también la ineficacia del contrato destinado a su financiación. Aplicando esta regla general al presente caso cabe concluir que la resolución del contrato suscrito con el centro de idiomas implica a su vez la ineficacia del préstamo vinculado. Para articular procesalmente esta posibilidad lo lógico será demandar de forma conjunta al centro de idiomas y a la entidad financiera solicitando la resolución del contrato de prestación de servicios y, simultáneamente, del préstamo si se demuestra que existe

(11) Vid. enumeración de derechos en MARÍN LÓPEZ, M.J., *La compraventa financiada de bienes de consumo*, p. 285 y ss.

(12) Vid. en este sentido VERGEZ, M., “Análisis de la Ley 7/1995, de 23 de marzo, de Crédito al Consumo”, p. 1153; ESCUIN IBÁÑEZ, I., *Las adquisiciones financiadas en el crédito al consumo*, p. 212 y ss.

una vinculación entre ambos. La tramitación de esta solicitud exigirá, por tanto, la presencia de los tres sujetos interesados en el proceso⁽¹³⁾.

En el momento en el que el juez considere probada la existencia de un incumplimiento contractual y, consecuentemente, decida la resolución de las dos relaciones vinculadas se inicia el procedimiento de restitución de prestaciones. La primera cuestión que se plantea en este proceso es si la obligación de devolver las cantidades satisfechas recae sobre el proveedor del servicio o sobre la financiera. Al respecto no existe problema en afirmar que esta última es responsable de su restitución. Hay que tener en cuenta que el contrato de préstamo se ha resuelto y, por tanto, ya no hay ninguna razón jurídica que justifique la posesión de dichas cantidades por parte de la financiera.

Quizás el punto más conflictivo en todo este proceso es determinar quién ha de devolver a la financiera el importe del préstamo una vez que ha reintegrado las cuotas indebidas a los alumnos. Conviene no olvidar que una de las características fundamentales de este sistema de financiación es que existe una remisión directa de fondos entre la entidad acreditante y el centro de idiomas, es decir, la primer entrega directamente el importe del préstamo al segundo para pagar el precio de los cursos. En función de esta transmisión directa de fondos parece lógico que el proveedor de los servicios se encargue de devolver el préstamo. En realidad, aunque este último no suscribe el contrato de financiación y, por tanto, no es su destinatario contractual, sí es el destinatario real de las cantidades. A partir de este momento, solo faltaría encontrar un título jurídico que justificara la reclamación de la financiera al proveedor y, a tal efecto, vuelven a desempeñar un papel importante las relaciones de colaboración que ambos mantienen. Cuando estas relaciones de colaboración se concretan en un acuerdo marco escrito, normalmente este último determina la forma de devolver el préstamo en caso de que la operación financiada no se lleve a término satisfactoriamente. Si no existe un acuerdo marco, existen otras vías legales para justificar la reclamación de la financiera. De esta manera, la financiera o bien puede recurrir a su condición de mandatario del alumno⁽¹⁴⁾ y en función de ello solicitar la devolución del préstamo al vendedor, o bien exigir al alumno la cesión de todos sus derechos frente al proveedor como condición para otorgar el préstamo⁽¹⁵⁾.

(13) En este caso cabe hablar, por tanto, de un litisconsorcio pasivo necesario, vid. ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Notas críticas al Proyecto de Ley de Crédito al Consumo”, p. 1050.

(14) Esta ha sido la vía utilizada por la jurisprudencia italiana más reciente, vid. TARANTINO, G., “Credito al consumo e obblighi di restituzione della somma mutuata”, p. 412 y s.

(15) Vid. ESCUIN IBÁÑEZ, I., *Las adquisiciones financiadas en el crédito al consumo*, cit., p. 241 y ss.

2. Utilización de los instrumentos previstos en la Ley 7/1995 para la protección de los alumnos afectados

Una vez delimitadas las posibilidades de defensa de los alumnos afectados partiendo de la legislación aplicable, interesa contrastar el plano teórico con la aplicación práctica que han tenido las soluciones propuestas por la LCC en sus artículos 15.1 y 14. Para ello, serán objeto de atención las acciones legales emprendidas contra la matriz de *Opening English* y los centros filiales y su posterior desarrollo jurisprudencial⁽¹⁶⁾.

Cabe señalar que la protección de los alumnos afectados en la práctica ha discurrido por dos vías paralelas. En primer lugar, por la vía penal mediante la interposición de denuncias por la posible comisión de un delito de estafa⁽¹⁷⁾ y, en segundo lugar, por la vía civil a través de la presentación de demandas por incumplimiento contractual. Por el momento los tribunales no se han pronunciado sobre si los hechos constituyen realmente un delito de estafa, pero sí se han dictado las primeras sentencias en procesos civiles iniciados contra *Opening English* tras el cierre de sus centros.

Estos procesos civiles se iniciaron, en un primer momento, mediante la presentación de demandas individuales ante los juzgados. No obstante, a medida que el problema ha adquirido mayores dimensiones el mecanismo más utilizado ha sido la interposición de demandas civiles colectivas auspiciadas por distintas organizaciones de consumidores y usuarios a las que se han ido adhiriendo buena parte de los alumnos afectados. Destacan fundamentalmente las promovidas por AUSBANC (Asociación de Usuarios de Servicios Bancarios), la OCU y ADICAE (Asociación de Usuarios de Bancos, Cajas y Seguros) y a nivel autonómico por la Junta de Andalucía en colaboración con distintas asociaciones de consumidores (UCE Andalucía, FACUA y Al-Andalus).

En todas las demandas se ha respetado el listisconsorcio pasivo, es decir, las reclamaciones han ido dirigidas tanto al centro de idiomas como al conjunto de entidades que han participado en la financiación de sus cursos, en concreto, contra Banesto, Caja Madrid, Banco Pastor, SCH, Eurocrédito, BBVA y Finanzia. Por lo que respecta al contenido puede concretarse fundamentalmente en

(16) El estudio se centra en las acciones legales contra las academias *Opening English* porque son las que se encuentran en un estado más avanzado. Incluso sobre algunas de ellas se ha llegado a emitir alguna resolución jurisprudencial. Las acciones contra los centros *Cambridge English*, *Oxford English* o las academias *Brighton* se encuentran en estado incipiente y además han seguido el mismo patrón que su predecesora.

(17) Las primeras denuncias individuales tras el cierre masivo de las academias *Opening English* se presentaron ante los Juzgados de Sevilla y Barcelona en agosto y septiembre de 2002 y constituyeron la primera reacción de los alumnos afectados.

cuatro puntos. En primer término se solicita la resolución del contrato suscrito con los centros de *Opening English*, en segundo lugar que se reconozca la vinculación existente entre este contrato y el crédito suscrito con la financiera colaboradora y, en tercer lugar, que se resuelva igualmente el contrato de financiación para proceder seguidamente a la devolución de las cantidades cobradas de forma indebida. Estas peticiones se corresponden perfectamente con el contenido del artículo 14.2 de la LCC en función del concepto de operación vinculada que ofrece el artículo 15.1.

No obstante, las principales dificultades han surgido al llevar a la práctica la posibilidad de interrumpir el reembolso de las cantidades pendientes en el momento en que cesa la prestación del servicio por parte del centro de idiomas y se inicia el procedimiento por incumplimiento contractual. Estas dificultades en torno a la oponibilidad de la *exceptio non adimpleti contractus* frente a la entidad financiera responden a varios factores. En principio, es cierto que la redacción del artículo 15.1 de la LCC no ha sido muy afortunada. Ya hemos hablado de los problemas que existen a la hora de interpretar la facultad que se concede al consumidor de ejercitar frente a la financiera los mismos derechos que frente al proveedor de los bienes o servicios en una operación vinculada. La falta de claridad en la delimitación del término “derechos” puede generar confusión sobre qué es lo que realmente permite o no permite la ley. Pero además de esta ambigüedad en la redacción del precepto conviene destacar la actitud mostrada por las entidades financieras que amenazaron con incluir en el registro de morosos a los alumnos que decidieran interrumpir el reembolso de sus créditos pendientes. Esta medida tuvo un claro efecto disuasorio sobre los afectados que se vio incluso acrecentado porque las organizaciones de consumidores y usuarios no adoptaron una postura clara al respecto. Se llegó incluso a aconsejar a los alumnos que siguieran pagando los vencimientos de los créditos para evitar que los bancos ejecutaran el impago de las deudas.

En cualquier caso, a pesar de que el artículo 15.1 de la LCC ha sido objeto de distintas interpretaciones por parte de la doctrina, todas ellas han coincidido al afirmar que el legislador reconoce, como mínimo, la posibilidad de excepcionar el pago⁽¹⁸⁾. Esta posibilidad tan solo depende de que, por un lado, estemos ante una operación vinculada y, por otro, de que se haya reclamado previamente. Sin embargo, dado los términos tan flexibles con los que se ha interpretado esta última exigencia, puede decirse que la presentación de la demanda ante el órgano jurisdiccional por incumplimiento del contrato ya satisface el requisito de la reclamación previa.

(18) Además esta posibilidad cuenta con una tradición consolidada en la doctrina y jurisprudencia comparada. Vid. al respecto REINICKE, D./TIEDTKE, K., *Kaufrecht*, Berlín, 1992, p. 461.

Esta postura ha venido avalada por recientes pronunciamientos jurisprudenciales, como la del Juzgado número 8 de Sevilla⁽¹⁹⁾ que aceptó la suspensión cautelar de las actuaciones emprendidas por las entidades financieras contra los alumnos de *Opening* que decidieran no seguir pagando los créditos firmados. Esta medida supuso la paralización del cobro de las mensualidades y la cancelación de datos en los ficheros de morosos. Además, extendía su eficacia a todos los alumnos perjudicados, estuvieran o no implicados en algún procedimiento judicial contra *Opening*.

3. Primeros pronunciamientos jurisprudenciales sobre la materia

En la actualidad las demandas civiles interpuestas contra *Opening English* han sido admitidas a trámite, pero tan solo se ha dictado sentencia en algunos procesos instados por demanda civil individual⁽²⁰⁾ y en el promovido por la acción colectiva de distintas asociaciones de consumidores andaluzas (en concreto, UCE Andalucía, FACUA y Al-Andalus)⁽²¹⁾. Se trata de los primeros pronunciamientos jurisprudenciales tras el cierre masivo de estos centros de enseñanza de idiomas y su contenido va a beneficiar, por tanto, a un número bastante elevado de alumnos afectados⁽²²⁾. Ello obliga a un estudio más detenido de ambas resoluciones, centrando fundamentalmente el interés en dos cuestiones, por un lado, la valoración del órgano jurisdiccional sobre los indicios

(19) Vid. Auto del Juzgado 1.ª Instancia núm. 8 de Sevilla de 24 de enero de 2003.

(20) Vid. Sentencia del Juzgado de 1.ª Instancia de Sant Boi de Llobregat de 8 de febrero de 2003.

(21) Vid. Sentencia del Juzgado de 1.ª Instancia núm. 8 de Sevilla de 7 de abril de 2003. La sentencia está pendiente de recurso de apelación ante la Audiencia Provincial de Sevilla. Esta última, por su parte, dictó en septiembre de 2003, un auto revocando las medidas cautelares adoptadas por el Juzgado de 1.ª instancia núm. 8 de Sevilla contra las entidades financieras implicadas.

(22) Hasta el momento la jurisprudencia se había pronunciado sobre la financiación de cursos de enseñanza por medio de préstamos vinculados en casos concretos en los que existía un incumplimiento puntual por parte del centro o academia responsable. Vid. en este sentido SAP Sevilla 19-4-1999 (AC 6186) sobre un curso de correos de la entidad "CEDECO", la SAP de Cáceres de 8-1-2001 (JUR 97104) y la SAP de Lleida de 8-6-2001 (JUR 227983) sobre cursos impartidos por la empresa CEAC, la SAP de Baleares de 30-4-2002 (AC 1328) y la SAP de Valencia de 26-10-2002 (JUR 12480), y la SJPI núm. 1 de Badajoz de 10-9-2002, sobre incumplimiento de un curso de inglés en *Opening English*, la SAP de Barcelona de 1-9-2002 (JUR 23168) también sobre incumplimiento de un curso de inglés en *Cambridge English School*, la SAP de Cádiz 26-3-2002 (AC 1063), la SAP de Castellón de 30-11-2002 (AC 174) y la SAP de Gerona de 7-10-2002 (JUR 23336), por incumplimiento de contrato por parte de *Home English S.A.*, o la SAP de Huesca de 22-3-2002 (JUR 130108) sobre la financiación de un curso de enseñanza con el Centro Adam 2000 S.L.

aportados para considerar que se trata de una operación vinculada y, en segundo término, las consecuencias que de ello se van a derivar.

En cuanto al primero de los aspectos se ha considerado probada la existencia de un acuerdo previo simplemente tomando en consideración las conversaciones mantenidas por las entidades financieras implicadas y *Opening English*, sin llegar a atender otros posibles indicios. En realidad, el órgano jurisdiccional no se ha mostrado excesivamente riguroso ni en cuanto al número de indicios que ha de concurrir para hablar de colaboración, ni tampoco en su valoración⁽²³⁾. Esta flexibilidad es incluso más patente cuando se trata de probar la presencia de la exclusividad. En palabras del propio órgano jurisdiccional se trata de un requisito que si se interpreta de forma estricta puede convertir la protección del consumidor en puro papel mojado. El fallo parte, por tanto, de la premisa de que la exclusividad no puede interpretarse en sentido de cierre o excluyente, sino como un acuerdo previo de favorecimiento (vid. SJPI núm. 8 de Sevilla de 7 de abril de 2003). Esta postura frente a la exclusividad es generalizada en la jurisprudencia más reciente y, con ella, se pretende superar una de las debilidades más importantes de la Ley 7/1995⁽²⁴⁾.

Por lo que respecta a las consecuencias, se ordena, por un lado, que la entidad financiera no gire más recibos al alumno afectado y, por otro, que se proceda a la resolución de los dos contratos con la consiguiente devolución de las cantidades abonadas por los alumnos y los intereses devengados desde el momento del cierre de los centros. Ambas actuaciones son, por tanto, conformes a lo previsto en los artículos 14.2 y 15.1 de la LCC.

(23) Realmente la jurisprudencia no ha seguido una unidad de criterio en este punto. Es posible encontrar sentencias (vid. SJPI núm. 1 de Badajoz de 10-9-2002) que tienen en cuenta aspectos como que las dos relaciones se suscriban al mismo tiempo o que el contrato de prestación de servicios incluya una cláusula de cesión de derechos a la financiadora a cambio de la remisión del préstamo al proveedor. En otros casos, sin embargo, se ha llamado la atención sobre la coincidencia entre el número de mensualidades, cuotas y períodos de pago que constan en el contrato de préstamo y en el de prestación de servicios (vid. SAP de Baleares de 30-4-2002). Incluso se ha considerado probada la presencia de este acuerdo previo por el hecho de que los dependientes del centro de enseñanza entregaran los formularios de solicitud de crédito a los clientes, para posteriormente devolverlos firmados a la entidad financiera (vid. SAP de Huesca de 22-3-2002), o bien porque el proveedor hubiera anunciado a través de mensajes publicitarios en su establecimiento, la posibilidad de adquirir sus bienes o servicios a través de la financiación de una determinada entidad de crédito (Vid. SAP de Castellón de 30-11-2002).

(24) No obstante, existen excepciones. Así, la SAP de Lleida de 8-6-2001 condenaba al alumno a seguir con el pago de las cuotas del préstamo porque el centro de enseñanza colaboraba con distintas entidades en la financiación de sus cursos y, en consecuencia, no podía hablarse de exclusividad.

Junto a ello, la SJPI núm. 8 de Sevilla exige la cesación de la conducta desarrollada por *Opening English* y sus entidades colaboradoras por considerarla contraria a los derechos e intereses de los consumidores. Esta exigencia plantea, sin embargo, algunos reparos. Conviene señalar que la conducta desarrollada por el centro de idiomas y las entidades financieras viene reconocida por nuestro ordenamiento jurídico. La posibilidad de suscribir operaciones vinculadas tiene una cobertura legal en el artículo 15.1 de la LCC, que precisamente tiene como objetivo último evitar posibles abusos sobre el sujeto acreditado. En este sentido no parece lógico que se ordene la cesación de una conducta que está prevista legalmente. Quizás lo que tendría que prohibirse es el modo en que se ha llevado a la práctica la conclusión de este tipo de operaciones vinculadas, especialmente porque no se ha realizado en un clima adecuado de seguridad e información al alumnado. Lo que resulta reprochable no es la suscripción de una operación vinculada de crédito al consumo, sino que se realice sin ofrecer una información clara acerca de lo que está firmando o bien obligando a satisfacer el importe del curso a través de un préstamo, sin poder hacerlo al contado.

IV. REFORMA DEL RÉGIMEN DE FINANCIACIÓN AL CONSUMO: LA PROPUESTA DE DIRECTIVA DEL PARLAMENTO Y EL CONSEJO EUROPEO RELATIVA A LA ARMONIZACIÓN DE LAS DISPOSICIONES LEGALES, REGLAMENTARIAS Y ADMINISTRATIVAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS EN MATERIA DE CRÉDITO A LOS CONSUMIDORES

La crisis del sistema empleado en la financiación de los cursos de idiomas ha tenido un coste indudable. El más destacado ha sido la pérdida de interés de las entidades crediticias por participar en la financiación de este tipo de servicios. Pero además de ello, se ha constatado la falta de confianza de los clientes hacia el mercado de este sistema de enseñanza. Todo ello ha motivado el progresivo retorno a los esquemas tradicionales del pago mensual.

No obstante, la crisis del sector no ha de conducir a un clima de desconfianza generalizada hacia la suscripción de operaciones vinculadas. Conviene no olvidar que estas últimas resultan de utilidad porque permiten satisfacer simultáneamente intereses diversos: el del proveedor que no desea cargar con el peso de la financiación, el de la entidad financiera, que aumenta sus expectativas de negocio al poder contar con los clientes del proveedor y el del consumidor que obtiene la disponibilidad monetaria suficiente para acceder a determinados bienes y servicios. En definitiva, puede decirse que la colaboración entre proveedor y acreditante para facilitar la adquisición financiada de bienes y servicios puede ser positiva siempre y cuando se realice bajo una cobertura

legal sin lagunas ni ambigüedades y evitando comportamientos abusivos por parte de los sujetos implicados.

En este sentido las propuestas de mejora van encaminadas en dos direcciones diferentes. Por un lado, se ha demostrado la necesidad de establecer una cierta supervisión administrativa sobre los centros que imparten enseñanza no reglada. A tal objeto se ha iniciado una campaña estatal de control de estas academias coordinado por la Comisión de Cooperación de Consumo y se ha impulsado la adopción de una especie de “Código de buenas prácticas”. De igual forma, determinadas asociaciones de consumidores han defendido la necesidad de exigir un seguro o aval irrevocable a los centros que opten por este sistema de financiación para que puedan garantizar los pagos anticipados.

Por otro lado, las propuestas de mejora deben incidir también en el aspecto estrictamente jurídico, en especial, sobre los puntos más problemáticos de la LCC. En primer lugar, resulta conveniente definir con mayor claridad el tipo de colaboración que se exige entre proveedor y financiera para poder hablar de una operación vinculada y, junto a ello, facilitar al consumidor la tarea de probar su existencia. Si esta colaboración es, en definitiva, el elemento que justifica el que la financiera se vea afectada por las vicisitudes de una adquisición de bienes o servicios que no ha concluido, es lógico que el sujeto afectado quiera saber qué tipo de colaboración ha de demostrar y además que esa prueba le resulte asequible.

Por otro lado, habrá que concretar mejor las consecuencias que se derivan de este tipo de operaciones vinculadas. Fundamentalmente han de reconocerse dos: de un lado la posibilidad de oponer la *exceptio non adimpleti contractus* para interrumpir el reembolso de las cuotas pendientes. Para ello, sin embargo, no tiene sentido mantener la exigencia actual de que el consumidor realice una reclamación previa que resulte infructuosa. En segundo término, habrá que garantizar que la ineficacia de la adquisición represente también la ineficacia del préstamo vinculado en los términos en que se expresa el artículo 14.2 de la actual LCC, pero mejorando la regulación del proceso de liquidación de prestaciones en el que se constata un importante vacío legal.

Bajo estas consideraciones conviene valorar las propuestas de mejora en la regulación de las operaciones de crédito al consumo realizadas por el Parlamento y Consejo Europeo COM (2002) 0443⁽²⁵⁾. Las principales novedades se encuentran en el artículo 19 de su propuesta de Directiva relativa a la armoniza-

(25) Vid. SÁNCHEZ DE MIGUEL, M.^a C., “Propuesta de Directiva comunitaria sobre crédito a los consumidores”, *RDBB*, núm. 89, 2003, p. 433.

ción de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros en materia de crédito a los consumidores ⁽²⁶⁾.

El precepto introduce, en primer término, modificaciones en los presupuestos necesarios para hablar de vinculación entre el préstamo y la operación financiada. El aspecto más destacable es que el consumidor va a quedar liberado de la carga de comprobar que existe una colaboración activa entre proveedor y financiera. La propuesta de Directiva parte de la presunción de que dicha colaboración existe siempre y cuando el proveedor esté estrechamente asociado a esta última desde una perspectiva comercial hasta el punto de llegar a actuar como un intermediario del crédito. Esta presunción a favor del consumidor merece una valoración positiva. De igual forma, también constituye una mejora respecto de la situación actual el hecho de que se haya concretado mejor el contenido de esta colaboración. Como hemos visto, la propuesta presenta como supuesto tipo aquel en el que el proveedor actúa como un intermediario del prestamista, sin que en ningún caso esta intermediación tenga que ser en exclusiva.

Las mejoras en el ámbito de los presupuestos para hablar de vinculación contrasta con la ambigüedad y falta de precisión de la propuesta de Directiva a la hora de definir las consecuencias que se derivan de este tipo de operaciones. En primer lugar, no especifica claramente cuáles son los derechos que el consumidor puede ejercitar frente a la financiera en caso de incumplimiento del proveedor. Introduce simplemente una declaración de intenciones en función de la cual los Estados miembros tendrán que garantizar que la existencia de un contrato de crédito no afecte a ninguno de los derechos que tiene el consumidor frente al proveedor de los bienes o servicios cuando no se suministren o no sean conformes a lo pactado. La propuesta, sin embargo, no señala si estos derechos se limitan simplemente a la posibilidad de oponer la excepción de contrato no cumplido o si encierran también el ejercicio de acciones directas. Parece que se deposita en la voluntad de cada uno de los Estados miembros la tarea de definir el contenido de la responsabilidad que asume la financiera respecto al contrato de adquisición de bienes o servicios. Se elude, en definitiva, uno de los puntos clave en la regulación de este tipo de operaciones. Si se quiere seguridad jurídica

(26) Textualmente el artículo establece que “1. Los Estados miembros han de garantizar que la existencia de un contrato de crédito no afecte en modo alguno a los derechos del consumidor frente al proveedor de los bienes o servicios adquiridos mediante dicho contrato cuando los bienes o servicios no se suministren o no sean conformes al contrato de suministro.

2. Si el proveedor de los bienes o servicios actúa como intermediario del crédito, tanto él como el prestamista deberán indemnizar solidariamente al consumidor si los bienes o servicios no se suministran, se suministran parcialmente, no son conformes al contrato de suministro”.

ca para todas las partes implicadas es necesario que la entidad financiera sepa a qué se obliga y el consumidor con qué garantías cuenta. Esto, sin embargo, no aparece claramente reflejado en el texto de la propuesta.

Además el contenido del párrafo segundo plantea bastantes problemas de interpretación. En concreto señala que tanto el proveedor como la financiera tendrán que indemnizar solidariamente al consumidor ante el incumplimiento del contrato de adquisición. La dificultad reside en que la propuesta de Directiva simplemente habla de solidaridad, pero, como hemos visto, no especifica cuál es el contenido de la responsabilidad que asume tanto la financiera como el proveedor que colaboran en la operación vinculada. Quizás hubiera sido preferible especificar primero de qué responde cada uno y después introducir el criterio de la solidaridad. Tal y como se encuentra redactado el precepto actualmente es susceptible de diversas interpretaciones. Una más estricta en función de la cual tanto la financiera como el proveedor estén simplemente obligados a indemnizar de forma solidaria los daños y perjuicios causados por el incumplimiento del contrato de adquisición, o bien una más extensa que incluya todas las consecuencias económicas derivadas del incumplimiento y posterior resolución del contrato (es decir, la indemnización más la devolución de prestaciones).

En último término también se echa de menos una precisión de criterios específicos en función de los cuales proceder a la correspondiente devolución de prestaciones. Como hemos visto, esta representa una laguna importante en la regulación actual de las operaciones vinculadas de crédito al consumo que tampoco tiene respuesta en la propuesta de Directiva.

JURISPRUDENCIA

LA INDEFENSIÓN PRODUCIDA POR MAQUINACIONES FRAUDULENTAS EN LA REALIZACIÓN DE ACTOS DE COMUNICACIÓN Y EL RECURSO DE REVISIÓN CIVIL

(Comentario a la Sentencia número 737, de 9 de julio de 2002, de la Sala Primera del Tribunal Supremo)⁽¹⁾

Ponente: Sr. Marín Castán

Por

CRISTINA CARRETERO GONZÁLEZ

Doctora en Derecho.

Profesora Colaboradora Asistente de Derecho Procesal.

Facultad de Derecho.

Universidad Pontificia Comillas de Madrid

SÍNTESIS DE LOS ANTECEDENTES DE HECHO

Se trata de un recurso extraordinario de revisión, al amparo del art. 510.4.º de la

nueva Ley de Enjuiciamiento Civil, interpuesto el 17 de mayo por el Procurador D. Jorge D.G., en nombre y representación de D. Shakoor H.K., contra la sentencia firme dictada con fecha 25 de noviembre de 1999 por el Juez de Primera Instancia núm. 1 de

⁽¹⁾ V. Repertorio Aranzadi RJ 2002\7143.

Denia en los autos de un juicio ejecutivo. La parte recurrida es la Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante (Bancaja), representada por la Procuradora D.^a Marta O.C., y también ha sido parte, por disposición de la Ley, el Ministerio Fiscal. Ha sido Ponente el Excmo. Sr. Magistrado D. Francisco Marín Castán.

El 17 de mayo de 2001 se interpone la demanda de revisión, al amparo del art. 510.4.º de la nueva LEC, contra la mencionada sentencia. Los hechos alegados, en resumen son: a) que el demandante era cliente de Bancaja, entidad a la que desde 1992 le constaba su domicilio en Irlanda; b) que fallecida la esposa del demandante en 1994, no volvió a Calpe hasta el 20 de abril de 2001, día en el que tiene conocimiento de que Bancaja acaba de subastar un apartamento que tenía en el edificio “Athena” y que anteriormente había subastado otro apartamento que tenía en el edificio “Santa Marta”; c) Bancaja, como ejecutante, había presentado con su demanda ejecutiva un documento público en el que constaba el domicilio en Irlanda del ejecutado y solicitante de la revisión, así como un telegrama dirigido al edificio “Santa Marta” cuando su apartamento en dicho edificio había sido ya subastado y adjudicado a la propia entidad en procedimiento del artículo 131 de la Ley Hipotecaria, pese a lo cual interesó el emplazamiento por edictos en el juicio ejecutivo; d) la cantidad solicitada en el juicio ejecutivo había sido aumentada artificialmente; y e) entiende que la finalidad del juicio ejecutivo era la de despojar al ejecutado de su otro apartamento.

La parte actora del proceso alegó, básicamente, lo siguiente: a) la demanda de revisión no se interpone en plazo; b) el demandante de revisión sabía de la existencia del procedimiento ya que contactó con una firma de abogados y entiende ha realizado maquinaciones fraudulentas para permanecer en rebeldía; c) los procedimientos instados por Bancaja se ajustaron a las previsiones legales; y d) el telegrama dirigido

al edificio “Santa Marta” fue recibido el 17 de junio de 1999.

El Ministerio Fiscal entendió que procedía dictar sentencia desestimatoria por no haber probado la parte solicitante de la revisión la maquinación imputada a la parte contraria.

FUNDAMENTOS DE DERECHO

Primero.—El presente juicio de revisión se ha sustanciado conforme a la LECiv/1881 por instarse la rescisión de una sentencia firme dictada antes de la entrada en vigor de la nueva LECiv. En consecuencia la maquinación fraudulenta invocada al amparo del ordinal 4.º del art. 510 de la nueva LECiv habrá de entenderse referida al motivo equivalente del ordinal 4.º del art. 1796 LECiv/1881.

Segundo.—Aunque las partes nada hayan planteado al respecto, como quiera que la revisión se pide respecto de una sentencia firme recaída en juicio ejecutivo, conviene recordar que según reiterada jurisprudencia de esta Sala cabe tal posibilidad, aun existiendo la de un declarativo posterior, cuando, como en este caso, el motivo de revisión invocado afecte a la tutela judicial efectiva del solicitante y a la proscripción de su indefensión por habérsele privado de la posibilidad de defenderse oponiéndose a la ejecución.

Tercero.—Tras valorar las pruebas practicadas en este juicio de revisión la Sala declara acreditados los siguientes hechos:

A) Por escritura pública de 2-12-1992 el recurrente en revisión don Shakoór Mohammed H.K. y su esposa doña Ruth Anne H.K., ambos de nacionalidad irlandesa y con domicilio en Dublín, compraron un apartamento del edificio “Santa Marta”, de Calpe, al ciudadano británico don Anthony J.B., representado por don Elías B.S., por un precio de 2.000.000 de ptas. procedentes de

un préstamo hipotecario (certificación registral acompañada con el recurso de revisión).

B) Por otra escritura pública de la misma fecha los referidos esposos, haciendo constar su domicilio en Dublín, reconocieron deber a Bancaja, recurrida en revisión, la cantidad de 2.290.000 ptas. en concepto de préstamo, y constituyeron, en garantía del mismo, una hipoteca sobre el referido apartamento a favor de dicha entidad, fijando como domicilio para la práctica de requerimientos y notificaciones el de la finca hipotecada y tasando ésta para su primera subasta “en la cantidad resultante de sumar el capital asignado a la finca hipotecada, el importe de un ochenta por ciento del mismo” (certificación registral ya mencionada y escritura pública obrante en las actuaciones de juicio ejecutivo remitidas por testimonio a esta Sala).

C) Alegando el impago de las amortizaciones mensuales pactadas, Bancaja promovió en octubre de 1993 un procedimiento del art. 131 de la Ley Hipotecaria contra los referidos esposos, el cual finalizó adjudicándose la finca hipotecada en tercera subasta, por 1.145.000 ptas., la propia Bancaja, que cedió el remate a su filial Cartera de Inmuebles, SA a cuyo favor se aprobó el remate por Auto de 18-5-1995 y la cual, a su vez, vendió la finca el 15-3-1996, por 2.400.000 ptas., a don Elías B.S., es decir, la misma persona que años antes se la había vendido al recurrente en revisión y que volvió a constituir hipoteca a favor de Bancaja, en garantía de un préstamo de dos millones de pesetas obtenido para esta última compra (certificación registral acompañada con el recurso de revisión).

D) El 17 de junio de 1999 Bancaja cursó sendos telegramas al recurrente en revisión y a su esposa notificándoles que a consecuencia del préstamo ya mencionado en el apartado B) había un saldo deudor de 1.145.000 ptas. de capital y otra cantidad por intereses, pero como domicilio de los destinatarios consignó su apartamento en el edificio “Santa Marta”, es decir el mismo

que cuatro años antes la propia Bancaja se había adjudicado en tercera subasta, de modo que el servicio de Correos y Telégrafos devolvió a ésta los dos telegramas con la anotación “Denegado, casa cerrada, dejando aviso” (documentos núms. 8 y 9 acompañados por Bancaja con su demanda ejecutiva).

E) Conocido el contenido de dichos telegramas por el recurrente, cuya esposa había fallecido el 5-10-1994 en Irlanda (certificado de defunción aportado en las actuaciones de revisión), un despacho de abogados de Dublín se dirigió a Bancaja en 13 de julio de 1999 haciendo referencia al telegrama de 17 de junio anterior e interesando un listado de pagos por capital e intereses (documentos 1 y 2 de los acompañados con la contestación al recurso de revisión).

F) Pese a ello Bancaja, con fecha 23 de julio de 1999 presentó en Denia demanda de juicio ejecutivo ordinario contra el recurrente y su esposa consignando como domicilio de éstos otro apartamento en Calpe, edificio “Athena”, y reclamándoles las cantidades de 1.145.000 ptas. en concepto de capital, 850.192 ptas. en el de intereses, 545.372 ptas. en el de costas del procedimiento del art. 131 de la LH mencionado en el apartado C), los intereses de demora pactados en la escritura de préstamo hipotecario de 24-3-1995 sobre un importe de 1.145.000 ptas. y los intereses legales desde la fecha de interposición de la demanda ejecutiva sobre 545.372 ptas., todo ello con base en la misma escritura pública de préstamo hipotecario y como parte de deuda no satisfecha tras la ejecución hipotecaria (demanda rectora de los autos de juicio ejecutivo llamados a la revisión como antecedentes del pleito).

G) Además, el siguiente día 27 el abogado de Bancaja cursó un fax al despacho de abogados mencionado en el apartado E) respondiéndoles a su comunicación del día 13 que por la falta de pago mensual del préstamo hipotecario se había tenido que iniciar una acción legal sobre el asunto, tramitada “a través del proceso judicial sumario (acción real, o acción por deudas) seguido ante

el Juzgado de Primera Instancia núm. 2 de Denia, con el número de procedimiento 447/1993”, es decir el procedimiento del art. 131 de la LH mencionado en el apartado C), y participándoles que el importe de la deuda todavía pendiente, después de que la propiedad fuera adjudicada en pública subasta, era de 2.619.215 ptas. y los honorarios de abogado y procurador ascendían a 401.783 y 94.840 ptas. respectivamente, pero sin hacer la menor alusión a la demanda ejecutiva ya presentada y en virtud de la cual se había dictado Auto despachando ejecución ese mismo día 27 de julio de 1999 (documentos 3 y 4 de los acompañados con la contestación al recurso de revisión y actuaciones de juicio ejecutivo).

H) Intentados el requerimiento de pago y citación de remate de los demandados en el edificio “Athena” de Calpe, con resultado negativo por “no vivir los mismos en expresado domicilio y venir solamente de vacaciones, teniendo su residencia en Inglaterra, desconociendo su...”, el Procurador de Bancaja interesó la citación de aquellos por edictos “dado el ignorado paradero de los demandados” (diligencia de 15-10-1999 y escrito subsiguiente en las actuaciones de juicio ejecutivo).

I) Publicados los edictos, declarados en rebeldía los demandados por providencia de 25-11-1999 y dictada en su contra sentencia de remate en la misma fecha, el 3 de diciembre siguiente, a petición de Bancaja, se acordó el embargo del apartamento del recurrente en el edificio “Athena”, del que se tomó anotación preventiva en el Registro de la Propiedad el 4-1-2000, y mediante escrito del 22 de febrero siguiente el Procurador de Bancaja interesó del Juzgado la notificación de la sentencia al demandado en rebeldía mediante la publicación de edictos (actuaciones del juicio ejecutivo).

J) Finalmente el apartamento del edificio “Athena”, que había sido comprado por el recurrente y su esposa el 3-12-1992 y se valoró en 7.100.000 ptas. en las actuaciones subsiguientes a la sentencia de remate, fue

objeto de la vía de apremio, notificándose las subastas a los ejecutados en el propio edificio “Athena”, y rematado en primera subasta a favor del mejor postor, el 19-12-2000, por 6.031.000 ptas., con cargo a cuya suma se entregó a Bancaja la cantidad de 2.540.564 ptas. en concepto de principal (actuaciones del juicio ejecutivo).

K) El 25 de abril de 2001 el recurrente en revisión se personó mediante Procurador en los referidos autos de juicio ejecutivo interesando, “dada la urgencia del caso”, se le diera vista de lo actuado, pero solamente pudo oponerse a la tasación de costas (actuaciones de juicio ejecutivo). Y el siguiente día 30 se practicó a su instancia un requerimiento notarial en el apartamento del edificio “Athena”, al que el recurrente no había podido entrar por encontrarse la cerradura cambiada y abrirle la puerta una persona comunicándole la subasta del apartamento, cuyo resultado fue que el día 7 de mayo se presentara una ciudadana extranjera en la Notaría, ofreciéndose voluntariamente a recibir la cédula, y el siguiente día 9 volviera a presentarse manifestando que el 17 de enero anterior había firmado contrato de compraventa del apartamento con una sociedad limitada y que a principios de marzo, en vista de que no se dictaba el auto de adjudicación, había llegado a un acuerdo con el mejor postor de la subasta para tomar posesión del apartamento a cambio de una entrega de dinero a cuenta, en vista de todo lo cual se negaba a hacer entrega de las llaves pero accedía a entregar al hoy recurrente los enseres que había en el apartamento (acta notarial acompañada con el recurso de revisión como documento núm. 4).

Cuarto.—Los hechos reseñados en el fundamento jurídico anterior demuestran con toda evidencia la maquinación fraudulenta de la parte que ganó la sentencia firme cuya rescisión se postula, de suerte que la revisión ha de declararse procedente por el motivo alegado en el recurso, comprendido tanto en el art. 1796.4.º LECiv/1881 como en el art. 510.4.º de la nueva LECiv.

Si ya resulta de todo punto reprobable que Bancaja, concedora a la perfección del domicilio del recurrente en Dublín por constar en la propia escritura pública de préstamo con garantía hipotecaria aportada por aquélla como título básico de sus pretensiones tanto en el juicio ejecutivo como en el anterior procedimiento del art. 131 de la LH, promoviera dicho juicio ejecutivo señalando como domicilio de los demandados un apartamento en el edificio “Athena” de Calpe, como no menos reprobable es que los telegramas previos al juicio ejecutivo se cursaran a un presunto domicilio de los deudores que en realidad era el mismo apartamento que la propia Bancaja se había adjudicado cuatro años antes, el fraude alcanzó su máxima magnitud cuando, al responder a la comunicación del despacho irlandés de abogados, Bancaja ocultó la interposición de la demanda ejecutiva, dando cuenta solamente del ya muy lejano procedimiento del art. 131 de la LH, y luego, tras resultar infructuosa la citación intentada en el edificio “Athena”, interesó su práctica por edictos alegando el “ignorado paradero” de los demandados.

Se faltó así, manifiestamente, a las más elementales reglas de la buena fe, salvaguardadas por el art. 11.1 de la LOPJ, y se atentó contra el derecho fundamental del recurrente a la tutela judicial efectiva reconocido en el art. 24.1 de la Constitución causándole una patente indefensión, sin que como excusa a favor de la entidad ejecutante pueda valer en modo alguno el domicilio indicado en la escritura de préstamo hipotecario a efectos de notificaciones, porque ni el procedimiento en que se dictó la sentencia objeto de revisión era hipotecario, sino ejecutivo de los arts. 1429 y siguientes de la LECiv/1881, ni el domicilio indicado en la

demanda ejecutiva coincidía siquiera con aquel otro, de suerte que la conducta de la demandante, hoy recurrida, carece de justificación alguna y merece el mayor de los reproches.

Quinto.—Por último, frente a tamaña maquinación poco pueden las alegaciones de la recurrida sobre el plazo en que se ha interesado la revisión o sobre el cambio de domicilio del recurrente dentro de Irlanda: en cuanto a lo primero, porque las propias maniobras de la recurrida en contra del recurrente impedían a éste enterarse de la pendencia del juicio ejecutivo, ocultada de propósito a sus abogados, de suerte que ninguna razón hay para dudar de que el recurrente se enteró de lo sucedido al venir a España y querer entrar en el apartamento; y en cuanto a lo segundo, porque si bien es cierto que en la escritura de poder para pleitos otorgada por el recurrente figura éste con domicilio en Rathdrum y no ya en Dublín, aunque siempre dentro de Irlanda, no puede olvidarse que tal escritura aparece otorgada en abril de 2001, cuando resulta que la demanda ejecutiva se presentó en julio de 1999; que en las comunicaciones dirigidas a Bancaja por los abogados del recurrente en ese mismo mes de julio de 1999 el recurrente figuraba todavía con su mismo domicilio en Dublín; y en fin, que este mismo domicilio es el que consta en los extractos bancarios remitidos por Bancaja al recurrente con movimientos de las cuentas correspondientes a los años 1999 y 2000.

Sexto.—Procede por tanto dictar sentencia en los términos prevenidos en el art. 1806 LECiv/1881, acordando que la rescisión sea total y devolviendo al recurrente el depósito constituido, según dispone el art. 1799 de la misma Ley.

COMENTARIO

SUMARIO

- I. PROCESOS QUE SE SUSTANCIAN EN EL PRESENTE CASO.
 - 1. El proceso del artículo 131 de la Ley Hipotecaria.**
 - 2. El juicio ejecutivo ordinario.**
 - II. LA MAQUINACIÓN FRAUDULENTO COMO MOTIVO DEL RECURSO DE REVISIÓN DE SENTENCIAS.
 - 1. Régimen jurídico del recurso de revisión.**
 - 2. Plazo de interposición del recurso de revisión.**
 - 3. Las maquinaciones fraudulentas.**
 - III. LA TUTELA JUDICIAL EFECTIVA Y LA INDEFENSIÓN.
-

I. PROCESOS QUE SE SUSTANCIAN EN EL PRESENTE CASO ⁽²⁾

1. El proceso del artículo 131 de la Ley Hipotecaria

En primer lugar hay que hacer notar que nos referimos al popularmente llamado procedimiento del art. 131 de la Ley Hipotecaria, es decir, al procedimiento que se regulaba antes de la entrada en vigor de la actual Ley de Enjuiciamiento Civil. En la nueva Ley, en el Capítulo V, Título IV del Libro III, titulado “De las particularidades de la ejecución sobre bienes hipotecados o pignorados”, artículos 681 a 698 ⁽³⁾, se recoge la regulación que sustituye a la que se contenía en los artículos 131 y 132 de la Ley Hipotecaria (que son objeto a su vez de una nueva redacción en la Disposición Final 9.^a de la Ley de Enjuicia-

(2) Hay que tener en cuenta que los procesos a que nos referiremos son los contemplados a la luz de la Ley de Enjuiciamiento Civil de 1881 debido a que la sentencia firme cuya rescisión se solicita en revisión es de fecha 25 de noviembre de 1999, es decir, antes de que entrara en vigor la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil.

(3) El art. 682.1 de la actual Ley de Enjuiciamiento Civil dispone que las normas de ese Capítulo V van a ser solamente aplicables cuando la ejecución se dirija exclusivamente contra bienes pignorados o hipotecados en garantía de la deuda por la que se proceda.

miento Civil). Así, el procedimiento judicial sumario hipotecario se mantiene, pero regulado esta vez en la Ley de Enjuiciamiento Civil (y, por tanto, no en la Ley Hipotecaria) habiendo resultado simplificado en sus trámites. Los artículos 225 a 233 del Reglamento Hipotecario continúan en vigor siempre que no incurran en contradicción con los preceptos de la Ley de Enjuiciamiento Civil.

Pero volvamos a la regulación anterior que es la que se aplica al caso que tratamos. Dispone el art. 129 de la Ley Hipotecaria que la acción hipotecaria puede ejercitarse directamente contra los bienes hipotecados, sujetando su ejercicio al procedimiento judicial sumario establecido en el art. 131 de la misma Ley. En ese art. 131 se contienen las reglas a las que se ajustará este proceso judicial sumario.

Como manifiestan GUASP y ARAGONESES ⁽⁴⁾ este, mal llamado, “procedimiento judicial sumario” es un verdadero proceso de ejecución, ya que el fin que en él se persigue no es la obtención de una declaración de voluntad, por parte del Juez, sino una conducta física del mismo, y concretamente el embargo y realización de los bienes del deudor. Legitimado activamente para incoar el procedimiento es el acreedor hipotecario, según el Registro, y legitimado pasivamente se halla el poseedor de la finca, normalmente el deudor hipotecario. El objeto de este proceso es la pretensión de ejecución expropiativa que el acreedor formula contra el deudor.

Como en el caso que nos ocupa, se puede proceder a la subasta de la finca ante el Juzgado que conoce del procedimiento fijándose el lugar, día y hora en que ha de celebrarse el remate. El precio del remate se destinará al pago del crédito hipotecario del actor.

El proceso del art. 131 se aplica, según la sentencia estudiada, al procedimiento que inicia Bancaja alegando el impago de las amortizaciones mensuales pactadas, finalizando con la adjudicación de la finca a la propia Bancaja, que cedió el remate a su filial Cartera de Inmuebles S.A. a cuyo favor se aprobó el remate por Auto de 18 de mayo de 1995, y la cual vendió la finca a D. Elías B.S.

Teniendo en cuenta que el recurrente en revisión concertó (junto con su esposa) el préstamo hipotecario por un importe de 2.290.000 ptas., y que en el proceso la adjudicación de la finca por Bancaja fue por 1.145.000 ptas., aunque después la filial de Bancaja (a la que se ha cedido el remate) vende la finca a D. Elías B.S. por 2.400.000 ptas., para Bancaja hay un saldo deudor de 1.145.000 ptas. contra el recurrente en revisión (y su esposa) ⁽⁵⁾.

(4) GUASP, J., *Derecho Procesal Civil I*, Civitas, 4.ª edición a cargo de ARAGONESES, P., Madrid, 1998, pp. 119 y ss.

(5) Aunque la esposa del recurrente en revisión falleció el día 5 de octubre de 1999, este hecho era desconocido por Bancaja.

2. El juicio ejecutivo ordinario

La Ley de Enjuiciamiento Civil de 1881 (en adelante LECA) contenía dentro del Libro II un Título XV denominado “Del juicio ejecutivo” con tres secciones: 1.^a) Del procedimiento ejecutivo, 2.^a) Del procedimiento de apremio y 3.^a) De las tercerías. De estas tres secciones nos interesa la primera. Pese a las reformas operadas en la LECA, siempre se mantuvo una gran confusión respecto al régimen jurídico del juicio ejecutivo. Como sostienen FERNÁNDEZ, RIFA y VALLS ⁽⁶⁾, estando bien claro que una cosa es la ejecución de sentencias y otra distinta es el “juicio ejecutivo”, resulta muy trabajoso, por no asegurar que imposible, determinar cuáles de entre las normas que regulan el “juicio ejecutivo” (arts. 1429 a 1543) son privativas de él y cuáles pertenecen a la ejecución ordinaria. Según estos autores, el “juicio ejecutivo” es una especie de proceso de ejecución (porque en él se actúa, y no se discute como actividad principal), especial (en oposición al proceso ordinario de ejecución) y sumario (en el sentido de proceso rápido).

Para que pudiera sustanciarse un proceso por los cauces del “juicio ejecutivo”, era necesario, básicamente, que se tratase de una deuda líquida o liquidable, que la deuda fuese superior a 50.000 pesetas, que se tratase de una deuda vencida, que se notificase previamente al deudor o al fiador el importe de la cantidad exigible y que existiera un título ejecutivo, es decir, un título que llevase aparejada ejecución; estos títulos son los enunciados en el art. 1429 de la LECA y tienen naturaleza extrajudicial, esto es, que han sido creados por las partes fuera de cualquier proceso y el Juez se limita a comprobar si reúnen los requisitos externos que les son esenciales sin pronunciarse sobre la realidad del derecho que en ellos aparece documentado ⁽⁷⁾.

Es un proceso especial porque, para comenzar, es preciso un título ejecutivo; el Juez despacha ejecución sin oír al deudor ni realizar enjuiciamiento alguno sobre el derecho sustantivo del acreedor, y procede de oficio al inmediato embargo de sus bienes; si el ejecutado se opone, el escrito por el que lo hace es una demanda que daría inicio a un proceso incidental (de oposición a la ejecución). Vamos a detenernos, siguiendo la doctrina de GUASP y ARAGONASES ⁽⁸⁾, en algunos momentos del procedimiento. Cuando el Juez despacha ejecución, el procedimiento entra en su fase de desarrollo que com-

⁽⁶⁾ FERNÁNDEZ, M.A., RIFÁ, J.M. y VALLS, J.F., *Derecho Procesal Práctico*, Tomo VI, CERA, Madrid, 1995, pp. 53 y ss.

⁽⁷⁾ FERNÁNDEZ, M.A., op. cit., p. 99.

⁽⁸⁾ GUASP, J, op. cit., pp. 168 y ss.

prende, como trámite fundamental, el requerimiento de pago al deudor y el embargo eventual de sus bienes en el caso de que tal requerimiento no sea atendido. El requerimiento de pago se traduce en una notificación: primeramente, personal, en el domicilio del que debe ser requerido; después, si a la primera diligencia en busca no es hallado, un requerimiento por cédula, que ha de contener ciertos datos y ser entregada a determinadas personas; y finalmente, en el caso de no constar el domicilio del requerido bien por ignorancia original, bien por ignorancia sobrevenida, un requerimiento por avisos y edictos. En el caso de la sentencia que analizamos, Bancaja, el 17 de junio de 1999, cursa telegramas al recurrente en revisión y a su esposa notificándoles, en el apartamento de “Santa Marta” (precisamente, el que originó el préstamo hipotecario que da lugar a su adjudicación por Bancaja cuatro años antes) que existía un saldo deudor, de 1.145.000 ptas. de capital y otra cantidad por intereses. Evidentemente, los esposos no son hallados en ese lugar y Correos y Telégrafos devuelve los telegramas dejando aviso. Una vez resulta conocido el contenido de dichos telegramas por el recurrente, un despacho de abogados de Dublín, el 13 de julio de 1999, intenta conocer los pagos que interesa Bancaja a la que se dirige. Y, a pesar de todo, Bancaja presenta, el 23 de julio de 1999, demanda de juicio ejecutivo ordinario contra los esposos, consignando esta vez como domicilio de los deudores el otro apartamento en Calpe, el del edificio “Athena”, con base a la escritura de préstamo hipotecario antes mencionada y en la que constaba el domicilio de los esposos en Dublín. Es más, el 27 de julio de 1999 Bancaja se pone en contacto con el despacho de abogados de Dublín, sin mencionar la demanda ejecutiva ya presentada y por la cual existía ya un Auto despachando ejecución de ese mismo día 27 de julio.

Lo que ocurre después es la consecuencia lógica de las actuaciones de Bancaja. Se intenta el requerimiento de pago y citación de remate de los demandados en el edificio “Athena” de Calpe, con, como fácilmente puede deducirse, resultado negativo y se interesa por Bancaja la citación de los demandados por edictos “dado el ignorado paradero de los demandados”. Más tarde, los demandados son declarados en rebeldía y se acuerda el embargo del apartamento del recurrente en el edificio “Athena”. Analicemos estas situaciones: en primer lugar, la notificación del saldo deudor que da origen a este juicio ejecutivo no debería haber sido realizada donde se hizo, por las razones explicadas. En segundo lugar, el requerimiento de pago es un acto que hace pesar sobre el deudor la carga de atender a la intimación que el Juez le dirige. Se trata, como dicen GUASP y ARAGONESES ⁽⁹⁾, de que el deudor corre el riesgo, caso de

(9) GUASP, J., y ARAGONESES, P., op. cit., p. 169.

desatender el requerimiento, de sufrir el embargo de sus bienes, como medida precautoria para asegurar las resultas de la futura y eventual sentencia de condena. Así pues, una vez requerido un deudor, puede asumir una de estas dos actitudes principales: o paga, con lo que el procedimiento, extinguido su objeto, viene a desaparecer, o no paga, en cuyo caso la carga se traduce en la aprehensión efectiva de los bienes del deudor, que, en calidad de embargo, quedarán afectos a las resultas del juicio. Esta facultad de optar por una de estas dos actitudes es de la que ha carecido el recurrente en revisión pues, pudiendo haber sido requerido en Dublín, se han realizado maquinaciones atentando contra la tutela judicial efectiva del mismo para seguir con el juicio ejecutivo hasta el final, sin que pudiese oponerse a la ejecución. Veamos, el demandado en el juicio ejecutivo no tuvo posibilidad real de pagar, simplemente por desconocer la existencia de este proceso. Tampoco se le da, claro está, la posibilidad que ofrecía la Ley consistente en consignar la cantidad reclamada con el fin de evitar los gastos y molestias del embargo, reservándose el derecho de oponerse a la ejecución, con lo que hubiera podido suspender el embargo. Por consiguiente, tampoco se ha permitido la intervención del sujeto pasivo de la ejecución en el juicio ejecutivo en los trámites subsiguientes, es decir, a partir de lo que la ley denomina “citación de remate”; con esa citación se pretende emplazar al demandado para que se persone y se oponga concediéndole un plazo para que pueda realizar tales actividades.

Nos interesa detenernos en la forma en que ha de citarse de remate. Según el art. 1459 de la LECA, una vez embargados los bienes, cuando sea conocido el domicilio del deudor, se le citará de remate, por medio de cédula, en la forma que determinan los artículos 270 y ss., entregándose al ejecutado con la cédula de citación las copias de la demanda y documentos que habrá presentado el ejecutante, haciéndolo constar en la diligencia. Solamente, dispone el art. 1460, cuando no sea conocido el domicilio del deudor o se ignore su paradero, se le citará de remate por medio de edictos (en la forma prevista en el art. 269), concediéndole nueve días para que se persone en los autos y se oponga a la ejecución, si le conviniera. En esos edictos se ha de expresar el hecho de haberse practicado el embargo sin el previo requerimiento de pago, por ignorarse su paradero.

Está demostrado que Bancaja, como demandante, conocía perfectamente que los demandados tenían su domicilio en Irlanda y no sólo por la escritura inicial de préstamo hipotecario, sino también porque Bancaja remite al recurrente los extractos bancarios con movimientos de las cuentas correspondientes a los años 1999 y 2000 en los que consta el domicilio en Dublín del mismo; ¿qué hace Bancaja?: en definitiva, impedir que los abogados del demandado conocieran la pendencia del juicio ejecutivo. Se produce la rebeldía del deman-

dado y, ya embargado el apartamento de “Athena”, se notifica la sentencia⁽¹⁰⁾ al demandado por edictos. Como tras la sentencia de remate (es decir, de condena al deudor) el apartamento fue objeto de vía de apremio⁽¹¹⁾, se notificaron las subastas a los ejecutados en el propio apartamento, y esto ya tuvo lugar el 19 de diciembre de 2000.

Para finalizar con este proceso, dediquemos solamente un último apunte a situar este proceso en la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil, ya que como juicio ejecutivo desaparece. Como era de esperar, por fin, la LEC ha dado un tratamiento sistemático a la ejecución aunando preceptos. El juicio ejecutivo estaría actualmente entre los preceptos dedicados a la ejecución en el Libro Tercero de la Ley que se ocupa en los cinco primeros capítulos de la ejecución⁽¹²⁾.

II. LA MAQUINACIÓN FRAUDULENTA COMO MOTIVO DEL RECURSO DE REVISIÓN DE SENTENCIAS

1. Régimen jurídico del recurso de revisión

En la LECA, que es a la que nos vamos a referir porque ya hemos dicho que la revisión de la sentencia que analizamos se rige por la ley de enjuicia-

(10) Recordemos con GUASP y ARAGONESES (op. cit., p. 193) que aunque en el desarrollo del juicio ejecutivo llega un momento en el que se cierran las impugnaciones posibles contra el mismo, esto es, en que la sentencia que lo resuelve queda firme y no admite ningún ataque directo, siempre es susceptible de reproducirse el litigio en juicio declarativo ulterior, en el que, planteando análogo tema, puede conseguirse una resolución distinta, no vinculada por el pronunciamiento obtenido en el juicio ejecutivo. En la Sentencia se nos dice que aunque las partes nada hayan planteado al respecto, como quiera que la revisión se pide respecto de una sentencia firme recaída en juicio ejecutivo, conviene recordar que, según reiterada jurisprudencia de la propia Sala, cabe tal posibilidad, aun existiendo la de un declarativo posterior, cuando, como en este caso, el motivo de revisión invocado afecte a la tutela judicial efectiva del solicitante y a la proscripción de su indefensión por habérsele privado de la posibilidad de defenderse oponiéndose a la ejecución.

(11) Lo que supone, que se ejecutaba ya la sentencia como cualquier otra en la que se condenara a la entrega de una cantidad de dinero.

(12) El primer Título se denomina “De los Títulos ejecutivos”, y en su art. 517 aparece básicamente el contenido del art. 1429 de la LECA. Es muy importante señalar que el número dos del artículo 517 señalado dice que sólo van a tener aparejada ejecución, en primer lugar, la sentencia firme de condena firme; esto, en la Ley anterior se regulaba en el art. 919, que era el primero de lo dispuesto para la ejecución de las sentencias, mientras que en el art. 1429 se nos hablaba de otros títulos que llevaban aparejada ejecución. Ahora encontramos aunados los títulos que llevan aparejada ejecución. Después tenemos otro Título, el Segundo, dedicado a la ejecución provisional de resoluciones judiciales, que contiene unas disposiciones generales y luego distingue entre ejecución de condena dictadas en primera o en segunda instancia. El título Tercero trata las disposiciones generales de la ejecución, el Cuarto se ocupa de la ejecución ordinaria, es decir, ejecución dineraria, requerimiento de pago, embargo de bienes, procedimiento de apremio y particularidades de la ejecución sobre bienes hipotecados o pignorados.

miento civil anterior, existía un Título, el XXII del Libro II, llamado: Del recurso de revisión (arts. 1796 a 1810). Sin embargo, la nueva Ley tiene un Título dedicado a los recursos (que comprende desde la reposición hasta la casación) y otro Título diferente, el VI del Libro II, dedicado a la revisión de sentencias firmes (arts. 509 a 516).

La propia denominación como recurso de revisión es ya en sí polémica. Para MONTERO AROCA y FLORS MATÍES ⁽¹³⁾ la nueva LEC, después de partir de que la revisión no es un recurso, incurre en el error de utilizar la expresión “resoluciones recurribles”. Por ese motivo, estos autores prefieren utilizar la expresión: resoluciones impugnables, asumiendo que la revisión es un medio de impugnación en sentido amplio, pero no un recurso. De hecho la denominación que utilizan con respecto a la revisión es la de juicio de revisión. Para ellos, “el juicio de revisión permite la impugnación de los efectos de la cosa juzgada cuando la aparición de nuevas y singulares circunstancias, previstas en la Ley como causas específicas de revisión, hacen suponer con fundamento que la sentencia que ya alcanzó firmeza podría ser injusta o errónea”.

La demanda del recurso de revisión se ha formulado al amparo del art. 510.4.º de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil. Este art. 510 comienza así: “habrá lugar a la revisión de una sentencia firme:”, y el motivo cuarto señala “si se hubiera ganado injustamente en virtud de cohecho, violencia o maquinación fraudulenta”. Teniendo en cuenta que la sentencia firme que se pretendía rescindir se dictó antes de la entrada en vigor de la mencionada Ley, la maquinación fraudulenta invocada al amparo de ese art. 510.4.º de la LEC hay que entenderla referida al art. 1796, motivo 4.º de la LECA, según el cual hay lugar a una sentencia firme “si la sentencia firme se hubiere ganado injustamente en virtud de cohecho, violencia y otra maquinación fraudulenta”, es decir, que la nueva ley reproduce, en este aspecto, lo previsto en la anterior.

2. Plazo de interposición del recurso de revisión

La primera alegación que hace la parte demandada en revisión (Bancaja) es no haberse interpuesto la demanda de revisión en plazo. Los plazos para interponer el recurso de revisión estaban regulados en los artículos 1798 a 1800 de la LECA ⁽¹⁴⁾. Cuando, como en el caso que nos ocupa, ha sido la otra parte la

(13) MONTERO AROCA, J. y FLORS MATÍES, J., *Los recursos en el proceso civil*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2001, p. 880.

(14) Según el art. 1798, “En los casos previstos por el artículo 1796, el plazo para interponer el recurso de revisión será el de tres meses, contados desde el día en que se descubrieren los documentos nuevos o el fraude, o desde el día del reconocimiento o declaración de la falsedad”.

que, mediante maquinaciones o maniobras fraudulentas, ha estado impidiendo a la parte que ahora recurre conocer los hechos que finalmente han motivado la revisión, hay que desestimar dicha alegación (véase el Fundamento Jurídico Quinto antes reproducido).

3. Las maquinaciones fraudulentas

Respecto al concepto y según el Tribunal Supremo, la maquinación fraudulenta “para que provoque la rescisión de la sentencia que se pretende, precisa, según consolidada doctrina de esta Sala [Sentencias de 30 de junio de 1993 (RJ 1993/5227), 26 de octubre de 1994 (RJ 1994/8096), 24 de marzo, 10 de junio y 15 de noviembre de 1995 (RJ 1995/2396, 1995/4734 y 1995/8258) ⁽¹⁵⁾, entre otras] ⁽¹⁶⁾, prueba cumplida de la misma, a fin de evidenciar que la sentencia ha sido ganada con artimañas, artificios o tramas tendentes a impedir la defensa de la parte contraria, de suerte que concurra acreditado eficiente nexo causal entre el proceder malicioso (...) y la sentencia que ponga fin al juicio (...); por lo que la maquinación abarca todas las actividades que procesalmente cabe calificar de fraudulentas y dolosas, y que han de imputarse al actor en cuanto procuren, como objetivo decidido, ocultar a la parte demandada, el pleito planteado, para evitar su conocimiento y obstaculizar sus legítimos derechos de defensa, al alcanzar una postura procesal más cómoda, determinada por la falta de contradicción y asegurar así el éxito de la demanda planteada, sin que sea procedente el examen del fondo de las cuestiones del pleito, ya resueltas” (STS núm. 538, de 3 de julio de 1996).

Por lo que respecta a la forma, requisitos y características de la maquinación fraudulenta destacaremos lo siguiente. Entre las formas de maquinación señala AGÚNDEZ FERNÁNDEZ ⁽¹⁷⁾ “la falsificación de documentos faltando a la verdad en la narración de los hechos, como es la ocultación o falso señalamiento del domicilio del demandado, que origina las diligencias de edicto y después la declaración de situación procesal de rebeldía”. Para el Tribunal Supremo, el emplazamiento o la citación por edicto, “ha de tener por móvil dificultar o impedir que llegue al demandado este emplazamiento o citación para el

Es un plazo de caducidad cuyo cómputo se rige por el art. 5 del Código Civil, según manifiesta la Sentencia núm. 1013 de la Sala 1.ª del TS, de 15 de noviembre de 1995. (En adelante, todas las sentencias, salvo que se diga lo contrario, serán de la Sala Primera del Tribunal Supremo).

⁽¹⁵⁾ Órdenes de 6 de noviembre de 1997 (RJ 1997/7934) y 14 de marzo de 2000 (RJ 2000/1834).

⁽¹⁶⁾ Todas las referencias de Jurisprudencia son de Aranzadi.

⁽¹⁷⁾ AGÚNDEZ FERNÁNDEZ, A., *Los Recursos de Revisión Civil, Contencioso-Administrativo y Laboral*, Comares, Granada, 1997, p. 83.

juicio con el deliberado ánimo de provocar su indefensión”⁽¹⁸⁾, pues “la ocultación del domicilio y consiguiente práctica de emplazamiento por medio de edictos”⁽¹⁹⁾, “es sobre la base de que el demandante haya procedido con finalidad maliciosa encaminada a impedir, coartar o dificultar al demandado el conocimiento del planteamiento del juicio, o a ocultárselo”⁽²⁰⁾.

Por otra parte, para GUASP y ARAGONESES⁽²¹⁾: “la vacilación que se encuentra en la doctrina legal respecto de la necesidad de que el abuso o fraude estén declarados formalmente en otro proceso o no, debe resolverse a favor de la dirección más amplia, que niega la necesidad de una sentencia que declare la existencia de la violencia, el cohecho o el fraude, permitiendo que, en el campo del proceso de revisión, se apruebe la producción y el significado de los acaecimientos en que consiste la injusticia”.

Los requisitos para que concurra y prospere la alegación de revisión por maquinación fraudulenta, según el Tribunal Supremo⁽²²⁾, son:

“1.º) que la maquinación consista en la conducta dolosa o maliciosa de la parte recurrida, que, mediante el empleo de astucia, artificio u otro medio semejante, tienda a conseguir una lesión a quien pretende ampararse en este recurso;

2.º) que esa conducta haya efectivamente conducido a la obtención de una sentencia firme favorable al que, para ganarla, utilizó semejante modo de proceder;

3.º) que tal maquinación, que puede consistir, y de cierto ha consistido en la mayoría de los casos en que se ha concedido la revisión, en la ocultación del domicilio, o del nombre de los demandados a pesar de no ignorarlos, o el empleo de cualquier ardid que impida a estos el conocimiento de la existencia del pleito que contra ellos se pretenda tramitar, sea de influencia notoria en la decisión judicial que le puso fin y cuya rescisión se intenta obtener a través de este recurso; y finalmente,

4.º) que se haya interpuesto dentro del plazo establecido por el art. 1798 de la Ley, que es de caducidad, rigiéndose por lo prevenido en el art. 5.º del Código Civil en cuanto a su cómputo.

(18) STS de 13 de noviembre de 1985 (RJ 1985/5585).

(19) STS de 27 de enero de 1986 (RJ 1986/333).

(20) STS de 25 de septiembre de 1986 (FJ 1986/4788).

(21) GUASP, J., op. cit., y ARAGONESES, P., *Derecho Procesal Civil II*, 5.ª ed., Civitas, Madrid, 2002, p. 449.

(22) STS de 18 de enero de 1983 (RJ 1983/250).

En el caso que nos ocupa vamos a analizar, resumidamente y de forma cronológica, las circunstancias que se producen según los hechos probados:

1.^a) **2-12-1992:** D. Shakoor M. H.K. y D.^a Ruth A. H.K., de nacionalidad irlandesa y con domicilio en Dublín, compraron un apartamento del edificio “Santa Marta”, de Calpe. En escritura pública de esa misma fecha concertaron un préstamo con Bancaja, siendo la garantía del préstamo una hipoteca sobre el referido apartamento a favor de dicha entidad. Se fijó como domicilio a efectos de requerimientos y notificaciones el de la finca hipotecada y en la mencionada escritura los esposos hicieron constar su domicilio en Dublín.

2.^a) **octubre de 1993:** Bancaja alega el impago de las amortizaciones mensuales pactadas, y promueve un **procedimiento del art. 131 de la Ley Hipotecaria** contra los referidos esposos. Este proceso finaliza adjudicándose la finca hipotecada en tercera subasta la propia Bancaja que cedió el remate a su filial Cartera de Inmuebles S.A. a cuyo favor se aprobó el remate por Auto de **18-05-1995**.

3.^a) **17-06-1999:** Bancaja cursa telegramas a ambos esposos notificándoles que había un saldo deudor derivado del procedimiento citado. **Como domicilio de los destinatarios, Bancaja consigna el apartamento de “Santa Marta”**, es decir, el que la propia Bancaja se había adjudicado cuatro años antes; el servicio de Correos y Telégrafos devolvió a ésta los dos telegramas con la anotación “denegado, casa cerrada, dejando aviso”.

4.^a) **13-07-1999:** conocido el contenido de los telegramas por el recurrente (cuya esposa había fallecido el 5-10-1994 en Irlanda), un despacho de abogados de Dublín se dirige a Bancaja haciendo referencia al telegrama del 17-06-1999 interesando un listado de pagos.

5.^a) **23-07-1999:** Bancaja, con fecha de 23 de julio de 1999, presentó en Denia **demanda de juicio ejecutivo** ordinario contra los esposos y consigna como domicilio de éstos otro apartamento en Calpe (edificio “Athena”) reclamándoles ciertas cantidades como parte de la deuda no satisfecha tras la ejecución hipotecaria a propósito del procedimiento del artículo 131 de la Ley Hipotecaria.

6.^a) **27-07-1999:** el abogado de Bancaja cursa un fax al despacho de abogados de Dublín respondiéndoles, a su comunicación del día 13 del mismo mes, que por falta de pago mensual del préstamo hipotecario se había tenido que iniciar un “proceso judicial sumario”, que en realidad se refiere al procedimiento del art. 131 de la Ley Hipotecaria, seguido ante el Juzgado de Denia y participándoles el importe de la deuda todavía pendiente, **sin hacer la menor alusión a la demanda ejecutiva ya presentada** y en virtud de la que se había dictado ya Auto despachando ejecución ese mismo día 27 de julio de 1999.

7.^a) **Octubre de 1999:** Una vez intentado el requerimiento de pago y citación de remate de los demandados en el edificio “Athena” de Calpe, con resultado negativo, el Procurador de **Bancaja interesa la citación de aquellos por edictos “dado el ignorado paradero de los demandados”**.

8.^a) **25-11-1999:** Publicados los edictos, **se declara la rebeldía de los demandados** y se dicta sentencia de remate en su contra.

9.^a) **3-12-1999:** A petición de Bancaja, se acuerda el embargo del apartamento del recurrente en el edificio “Athena”.

10.^a) **22-02-2000:** El Procurador de Bancaja interesó del Juzgado la notificación de la sentencia al demandado en rebeldía mediante la **publicación de edictos** (actuaciones del juicio ejecutivo).

11.^a) **19-12-2000:** El apartamento del edificio “Athena” fue objeto de vía de apremio, notificándose las subastas a los ejecutados **en el propio edificio “Athena”**, y rematando en primera subasta a favor del mejor postor.

12.^a) **25-04-2001:** El recurrente en revisión se persona en los autos del juicio ejecutivo, pero solamente pudo ya oponerse a la tasación de costas.

Para el Tribunal Supremo resulta del todo reproable lo siguiente:

1) Bancaja, que conocía perfectamente el domicilio del recurrente porque así constaba en la propia escritura pública de préstamo con garantía hipotecaria aportada por aquélla como título básico de sus pretensiones tanto en el juicio ejecutivo como en el anterior procedimiento del art. 131 de la LH, promovió dicho juicio ejecutivo señalando como domicilio de los demandados un apartamento del edificio “Athena” de Calpe;

2) los telegramas previos al juicio ejecutivo se cursaron a un presunto domicilio de los deudores que en realidad era el mismo apartamento que la propia Bancaja se había adjudicado cuatro años antes;

3) Bancaja ocultó la interposición de la demanda ejecutiva (dando cuenta solamente del procedimiento del art. 131 de la LH) al responder a la comunicación del despacho irlandés de abogados, y

4) tras resultar infructuosa la citación intentada en el edificio “Athena” interesó su práctica por edictos alegando el “ignorado paradero” de los demandados.

Es decir, para el Tribunal Supremo, progresiva y lentamente, con premeditación, se llega a alcanzar un grado de fraude intolerable. Se faltó, se dice en el FJ Cuarto, “a las más elementales reglas de la buena fe, salvaguardadas por el

art. 11.1 de la LOPJ⁽²³⁾, y se atentó contra el derecho fundamental del recurrente a la tutela judicial efectiva reconocido en el art. 24.1 de la Constitución causándole una patente indefensión”.

III. LA TUTELA JUDICIAL EFECTIVA Y LA INDEFENSIÓN

Al respecto, dejemos sentado, con DE LA OLIVA SANTOS⁽²⁴⁾, que el derecho a la tutela judicial efectiva se encuentra fuertemente unido a la prohibición de la indefensión, a que se refiere el mismo apartado 1 del art. 24 de la CE y se aprecia una relación clara con bastantes de los “derechos” del apartado 2 del mismo artículo. El “derecho a la tutela efectiva”, del art. 24.1, se presenta como el “derecho al proceso” (denominación empleada en la STC 14/1982, de 21 de abril). Señala expresivamente este autor que son decisivos, para la efectividad del derecho a la tutela, muchos actos de comunicación y, en concreto, notificaciones, citaciones y emplazamientos; así lo ha entendido el Tribunal Constitucional en numerosísimas sentencias, ya que de la defectuosa o adecuada práctica de esos actos depende que haya o no indefensión —mortal enemiga (afirma el autor) del derecho a la tutela judicial— y que se acceda o no al proceso y a los recursos, estando en juego así, a la vez, la efectividad de principios procesales como los de audiencia y contradicción.

En esta sentencia de revisión queda patente que mediante maquinaciones fraudulentas se ha hecho lo imposible para que el recurrente en revisión desconociera la existencia del proceso al impedir la realización correcta de los diversos actos de comunicación con el mismo que han sido necesarios en el proceso; consecuencia de ello es la indefensión en que se encuentra el recurrente, que se ve forzado a acudir a la revisión debido a que, en primera instancia, el juzgador no ha sido consciente de la gravedad de las citadas maquinaciones. En torno al tema de la indefensión, BORRAJO INIESTA, DÍEZ-PICAZO JIMÉNEZ y FERNÁNDEZ FARRERES⁽²⁵⁾, observan que una reiteradísima jurisprudencia constitucional ha declarado la importancia que tiene para evitar la indefensión la correcta realización de los actos de comunicación del Tribunal con las partes, especialmente de aquellos de citación o emplazamiento de los que depende la

(23) Art. 11.1 de la LOPJ: “En todo tipo de procedimiento se respetarán las reglas de la buena fe. No surtirán efecto las pruebas obtenidas, directa o indirectamente, violentando los derechos o libertades fundamentales”.

(24) DE LA OLIVA SANTOS, A., *Derecho procesal. Introducción*, con DÍEZ-PICAZO JIMÉNEZ, I. y VEGAS TORRES, J., CERA, Madrid, 2001, pp. 420 y ss.

(25) BORRAJO INIESTA, I., DÍEZ-PICAZO JIMÉNEZ, I. y FERNÁNDEZ FARRERES, G., *El derecho a la tutela judicial y el recurso de amparo*, Civitas, Madrid, 1995, pp. 104 y ss.

comparecencia de las partes en el proceso o en cualquiera de sus instancias. No obstante, piensan (acertadamente, opinamos) que la indefensión que se puede causar a un justiciable en este ámbito no depende de la irregularidad en la realización del acto de comunicación, sino simplemente de su ineficacia; la ineficacia de un acto procesal de comunicación con las partes causa indefensión, aunque se hayan respetado todas las prescripciones legales. Un sistema procesal que permita que un proceso se desarrolle sin que el acto de emplazamiento o citación le haya sido notificado personalmente a alguna de las partes, sino a través de terceras personas o a través de la ficción de la notificación edictal, tiene que arrostrar necesariamente la consecuencia de que si el destinatario no ha tenido conocimiento procesal ni extraprocesal de la pendencia del proceso, se le ha causado indefensión.

Los requisitos que se señalaron anteriormente para poder considerar producida la maquinación fraudulenta, y que ello dé lugar a la revisión de la sentencia que se pretende, se producen perfectamente en este caso. Se estima procedente el recurso de revisión interpuesto por el Procurador que representa a D. Shakoor M. H.K. contra la Sentencia dictada el 25 de noviembre de 1999 por el Juez de Denia que conoció de los autos del juicio ejecutivo y se rescinde la mencionada sentencia.

NULIDAD Y RESCISIÓN DE TRANSMISIÓN DE PROPIEDAD Y SIMULTÁNEA HIPOTECA DE LOS BIENES TRANSMITIDOS EN FRAUDE DE ACREEDORES

(STS, Sala 1.^a, de 1 de abril de 2003)

Ponente: Sr. Luis Martínez-Calcerrada y Gómez ()*

Por

DANIEL RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA

Abogado. Doctor en Derecho

SUMARIO

- I. EL SUPUESTO DE HECHO.
 - II. NULIDAD POR SIMULACIÓN ABSOLUTA Y FALTA DE CAUSA.
 - III. RESCISIÓN POR FRAUDE DE ACREEDORES.
 - IV. LAS CONSECUENCIAS PRÁCTICAS DE LA ESTIMACIÓN DE LA ACCIÓN RESCISORIA.
-

I. EL SUPUESTO DE HECHO

A la hora de analizar brevemente la Sentencia de la Sala 1.^a del Tribunal Supremo de 1 de abril de 2003, que revocó en parte la dictada por la Sección 1.^a de la Audiencia Provincial de Oviedo de 28 de noviembre de 1996 (Ponente: Ilmo. Sr. D. Guillermo Sacristán Represa), confirmatoria de cuestionados as-

(*) Repertorio Aranzadi (RJ 2003\2841).

pectos resueltos por nuestra doctrina jurisprudencial en constante evolución, es preciso delimitar con claridad los hechos, ciertamente complejos, que dieron lugar a la misma. Para tal delimitación trataré de añadir algunos datos más de interés, a la relación de hechos que, con bastante detalle y precisión, se hace en el Fundamento de Derecho Segundo de la comentada Sentencia.

1. Una entidad mercantil solicita un crédito en cuenta corriente de una entidad financiera, Caja de Ahorros “A”, crédito que es avalado, solidariamente y con renuncia a los beneficios de orden, división y excusión, por su Administrador Único, titular además del 75% del capital social de la compañía, y por la madre de éste.

La solvencia a la que atendió la entidad financiera para la concesión del crédito no había sido la de la entidad prestamista (una S.R.L. con un capital social mínimo), ni tampoco la de su Administrador Único, sino la de la madre de éste, que contaba, al tiempo de la concesión del préstamo, con una solvencia inmobiliaria suficiente, atendiendo a la cuantía del crédito, pues era propietaria de dos viviendas libres de cargas, de una considerable superficie ambas, sitas en una de las zonas más nobles de la ciudad y por ello de elevado valor de mercado, de modo que, por tanto, cubrían sobradamente el riesgo crediticio.

2. Con anterioridad y con posterioridad a la operación bancaria que acabo de referir, el Administrador Único y su madre, avalistas, asumieron otras deudas con diversas entidades financieras, avalando a otra entidad mercantil la madre y personalmente y también por otros avales el Administrador Único citado.

3. La madre avalista, que he referido, celebra contrato de compraventa de las dos viviendas antes citadas de su propiedad, que constituían su solvencia patrimonial, con su otro hijo, ajeno a las operaciones financieras anteriormente descritas.

4. Una de las múltiples entidades financieras acreedoras de la madre, que por facilitar la comprensión denominaré Banco “B”, formula demanda en la que solicita la declaración de nulidad por simulación absoluta o, en su caso, la rescisión por fraude de acreedores de la antes señalada compraventa, practicándose, a su instancia, la anotación preventiva de su demanda respecto de las dos fincas objeto de venta de la madre a su hijo.

5. Al tiempo, Caja de Ahorros “A”, ante el impago de las cuotas de amortización del crédito por parte de la entidad acreditada, cierra el crédito, liquida la cuenta correspondiente, que es intervenida por Corredor de Comercio, e inicia juicio ejecutivo en reclamación de la cantidad adeudada.

En dicho procedimiento ejecutivo se lleva a cabo la correspondiente diligencia de embargo, en la que se declaran embargadas las viviendas que se suponía propiedad de la madre avalista, la parte proporcional de su pensión, que legalmente correspondiese, y una finca rústica de muy escaso valor y cuya existencia ni tan siquiera se ha llegado a constatar en la realidad.

6. Una vez librado el correspondiente mandamiento para la anotación del embargo en el Registro de la Propiedad, éste rechaza la anotación, al encontrarse las viviendas embargadas inscritas a nombre de otra persona distinta de la avalista, su otro hijo, ajeno a la operación financiera.

7. Por parte de la ejecutante, Caja de Ahorros “A”, se solicita ampliación de embargo, que le es concedida, y se procede al embargo de los sobrantes de las subastas de las viviendas anteriormente referidas sobre las que se había intentado, inútilmente, la traba. Tal ampliación de embargo resulta fallida y no se obtiene suma alguna de dinero, porque en la subasta de dichas viviendas no queda sobrante.

8. Al tiempo que esto ocurría, el Banco “B” seguía su procedimiento declarativo, obteniendo, en primera y segunda instancia, Sentencias en las que se estima su demanda y se declara la nulidad, por simulación absoluta por concurrencia de un precio simulado, de la venta efectuada por la madre avalista a su hijo de las dos viviendas de su propiedad. El tal hijo interpone contra la Sentencia de segunda instancia recurso de casación.

9. Simultáneamente a la tramitación de la segunda instancia del litigio anteriormente referido, la entidad acreedora que he referido en primer lugar, Caja de Ahorros “A”, inicia un procedimiento judicial declarativo solicitando igualmente la declaración de nulidad por simulación absoluta o la rescisión por fraude de acreedores de la transmisión efectuada por la madre al hijo de las dos viviendas, al tiempo que anota preventivamente su demanda en el Registro de la Propiedad. En dicho procedimiento recae Sentencia en la que se declara la nulidad por simulación absoluta, al igual que había ocurrido en el procedimiento declarativo seguido a instancia de Banco “B”, aquietándose los demandados con la Sentencia de primera instancia.

10. Mientras se encuentra en trámite el recurso de casación mencionado en el apartado 8, el hijo, que había adquirido la propiedad controvertida, y su madre, acuden a una Notaría donde realizan, en unidad de acto y en escrituras correlativas en el protocolo del Notario autorizante, las siguientes operaciones:

a) La madre, representada por un apoderado, y el hijo, representado por otro apoderado, ambos apoderamientos para vender y comprar, afirman dar ejecución a la Sentencia recaída en segunda instancia en el procedimiento que se había seguido como consecuencia de la demanda formulada por el Banco “B” y pactan que el hijo cede y transmite (en ocasiones también se dice que vende) a la madre, las viviendas objeto de la compraventa sobre la que pendía el litigio solicitando su nulidad por simulación absoluta. El título en el que el hijo asienta su propiedad no es otro que la citada venta controvertida.

b) De seguido, la madre, actuando también mediante apoderado, constituye sendas hipotecas que gravan “generosamente” las dos viviendas a favor de otra entidad bancaria, Banco “C”, a la que también adeudaba ya anteriormente

una importante suma de dinero. El título de propiedad que la madre invoca para constituir las hipotecas no es otro que el de la cesión y transmisión que le acababa de realizar a su favor su hijo. De esta forma, Banco “C” refinancia unas deudas que tenía contraídas con dicha entidad la deudora hipotecante y logra obtener una segura garantía hipotecaria, que le sitúa en condición ventajosa frente al resto de acreedores, puesto que hasta aquel momento no disponía de la garantía hipotecaria precitada. Más en concreto, a través de la operación financiera referida el Banco “C” consigue autodotar de preferencia a sus créditos frente al crédito, que hasta entonces le era preferente, de Caja de Ahorros “A”. Más aún, el Banco “C” afirma que concede un préstamo a la deudora hipotecante, cuando la práctica totalidad del presumido préstamo se corresponde con deudas ya existentes por dicha deudora con tal Banco, de modo que no existe, en realidad, entrega alguna de dinero en tal momento —salvo en una pequeña cantidad insuficiente a todas luces para pagar la deuda con Caja de Ahorros “A” y que, de hecho, no se destinó a tal fin—.

11. A continuación, la madre abona al Banco “B” el importe de su crédito y desiste del recurso de casación interpuesto contra la Sentencia recaída en segunda instancia en el pleito seguido con dicho Banco, de modo que queda firme la Sentencia que declara la nulidad, por simulación absoluta, de la venta que había efectuado a su hijo.

12. Por supuesto, Caja de Ahorros “A” sigue sin cobrar su crédito, por lo que formula una nueva demanda en la que solicita la declaración de nulidad de la cesión y transmisión de la propiedad del hijo a la madre o, subsidiariamente, su rescisión por fraude de acreedores, y, en ambos casos, la cancelación de la inscripción registral de dicha transmisión y la cancelación de las inscripciones registrales posteriores, donde se encuentran las dos hipotecas constituidas a favor del Banco “C”.

13. Por último, el Banco “C” subasta, en un procedimiento judicial sumario del artículo 131 de la Ley Hipotecaria, las viviendas hipotecadas que son adjudicadas a la propia entidad, quien luego las cede a un tercero, sin que quede sobrante alguno de la subasta, sobrante que se había embargado por Caja de Ahorros “A”, como mejora del embargo acordado en el Juicio Ejecutivo seguido a su instancia.

Se aprecia, a primera vista, cómo a través de las diversas transmisiones de propiedad sujetas a litigio se pretende la creación de una pantalla infranqueable que permita a la deudora moverse tras ella a su antojo, beneficiando con su actuación a aquellos de sus acreedores que tuviera por conveniente y alterando así, manifiestamente, tanto el principio de *par conditio creditorum* como el orden legal de prelación de sus créditos.

Una vez ya en el litigio seguido a instancia de Caja de Ahorros “A”, Banco “C” opone dos excepciones previas, cuales son las de falta de legitimación activa y defecto de litisconsorcio pasivo necesario, que son desestimadas en ambas instancias, y que, al no ser reproducidas en casación, carecen de interés a los efectos de esta referencia jurisprudencial.

El objeto del debate se centró en la casación, como consecuencia de la demanda rectora de los autos, en una cuestión principal: ¿es nula o rescindible la transmisión de la propiedad del hijo a su madre? ⁽¹⁾.

La solución dada en las dos instancias es completamente diferente, pues el Juzgador de instancia admitió la nulidad, en tanto que la Sala de segunda instancia admitió la rescisión por fraude de acreedores. Finalmente, el Tribunal Supremo estima la nulidad de la transmisión de propiedad, pero no de la constitución de la hipoteca, y la rescisión por fraude de acreedores de ambas operaciones jurídicas. A mi entender también debió estimarse la nulidad de la constitución de la hipoteca, como seguidamente analizo, compartiendo por lo demás el criterio del Alto Tribunal.

II. NULIDAD POR SIMULACIÓN ABSOLUTA Y FALTA DE CAUSA

En lo que se refiere a la nulidad de la transmisión de la propiedad del hijo a la madre, la misma se pidió en la demanda fundándose en la falta o falsedad de la causa (artículos 1261 y 1275 del Código Civil) y en la inexistencia de título en el cedente de la propiedad.

(1) La Caja de Ahorros actora ejercitó una acción principal de petición de nulidad, por simulación absoluta, y una acción subsidiaria de rescisión por fraude de acreedores. Es la actuación judicial lógica a seguir, tal y como exponen en la doctrina: MORENO QUESADA, B., *Comentario del Código Civil*, tomo II, Madrid, 1993, p. 525; con acopio de jurisprudencia, MONTSERRAT VALERO, A., “Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 14 de diciembre de 1993”, *CCJC* n.º 34, enero-marzo 1994, pp. 239-241; YLLESCAS ORTIZ, J.J., “Cuestiones procesales y consecuencias registrales de las acciones civiles ejercitables contra transmisiones fraudulentas”, *Estudios sobre Derecho Procesal*, volumen IV, Madrid, 1995, pp. 4997-5000 y 5002; MARTÍN PÉREZ, J.A., *La rescisión del contrato (En torno a la lesión contractual y el fraude de acreedores)*, José María Bosch Editor, Barcelona, 1995, p. 381; FERNÁNDEZ CAMPOS, J.A., *El fraude de acreedores: la acción pauliana*, Bolonia, 1998, pp. 100-101, y REPRESA POLO, M.ª P., “Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 3 de octubre de 2000”, *CCJC* n.º 55, enero-marzo 2001, pp. 311-315. En la práctica, con síntesis jurisprudencial al respecto, *vid.* la Sentencia de la Sala 1.ª del Tribunal Supremo de 4 de noviembre de 1996 (Ponente: Excmo. Sr. D. José Almagro Nosete; *RJA* 1996/7910), donde también añade la susceptibilidad de ejercicio simultáneo (acumulación admitida en aquel momento conforme a los artículos 154 y 157 de la LEC de 1881 y en la actualidad de acuerdo con los artículos 71 y ss. de la LEC de 2000) de la acción de reclamación de cantidad del crédito que se pretende hacer efectivo mediante las acciones de simulación y de rescisión, antes mencionadas.

El Juzgado de instancia estimó, a mi juicio con acierto, que el cedente y transmitente de la propiedad, el hijo, carecía de título de propiedad y de facultad de disposición de las viviendas, toda vez que el título de propiedad que invocaba fue declarado nulo por la Sentencia recaída en el Juicio seguido a instancia de Banco “B”. Tal nulidad, con efectos *ex tunc*, determinó la ausencia de causa en el contrato subsiguiente de transmisión de la propiedad del hijo a la madre.

A mayor abundamiento, entiendo que el citado contrato de transmisión de propiedad del hijo a la madre presentaba también una causa falsa, pues el hijo decía que la finalidad del mismo era dar ejecución a la Sentencia recaída en el procedimiento seguido a instancia del Banco “B”, ya que con ello venía a contradecir su actuación procesal —pendía el recurso de casación que había interpuesto contra dicha Sentencia— y afirmaba dar ejecución a una Sentencia entonces inejecutable, al estar pendiente de resolución el recurso de casación que había interpuesto contra la misma.

Coincido, por tanto, en estos argumentos con los que tomó el Tribunal Supremo de los formulados por la parte demandante, cuando, en su Fundamento de Derecho Cuarto, la Sentencia comentada dice que “el cedente estaba disponiendo de algo que le constaba era nulo (entiendo que aquí la Sala quiere decir mejor que le constaba que no era suyo), y, por tanto, ha de compartirse la conclusión que los Motivos obtienen de la inexistencia de causa —y, por ello, del objeto negocial a que se contrae aquella cesión— o, más bien, que esa causa también denominada ‘falsaria’ era evidente, pues, de esta forma las fincas volvieron a la titularidad de la cesionaria, para luego concertar con libertad la constitución de las hipotecas en esa misma fecha a favor del codemandado Banco ‘C’”.

Además, conviene no olvidar un argumento que el Alto Tribunal no empleó, pero que a mi entender ratifica la conclusión alcanzada por el mismo: los apoderamientos en virtud de los cuales comparecieron los apoderados en el otorgamiento de la citada escritura lo eran para vender y comprar, haciéndose, incluso, constar en la comparecencia notarial que la misma era con la finalidad, uno, de comprar, y otro, de vender. Es evidente que la transmisión de propiedad litigiosa no era una compraventa, pues ni siquiera contaba con precio. Faltaba, por tanto, también el poder de los comparecientes para otorgar el irregular contrato concertado y por ello concurría también nulidad contractual por falta de consentimiento.

La Sentencia de segunda instancia había privado de relevancia a la situación anterior en relación a la existencia o no de causa en el contrato, para ocuparse de su incidencia en su rescisión por fraude de acreedores, en un criterio del que discrepo y que vino a ser acertadamente corregido por la Sala de casación.

Para concluir con el análisis de este aspecto de la Sentencia comentada, es de destacar que la misma no extendió la nulidad antes referida a la hipoteca que se constituye con simultaneidad a la referida transmisión de propiedad nula, ya que la cesionaria devenía en todo caso en propietaria de los inmuebles hipotecados. En este punto discrepo de la conclusión alcanzada por el Tribunal Supremo, que se apoya, en el Fundamento de Derecho Cuarto, en que “de la nulidad de la cesión previa no cabe derivar, sin más, la de la hipoteca, ya que, aparte de otros argumentos de la dogmática jurídica que diferencian entre los supuestos de ineficacia, la originaria o nulidad de la sobrevenida o rescisión, la razón determinante de la primera, no es trasladable rectilíneamente a la segunda, porque, al anularse esa cesión la cesionaria deviene o consolida su propiedad y, por tanto, puede hipotecar sus fincas”. Mi discrepancia se funda en que, si bien es cierto que al final la cesionaria deviene en propietaria de los bienes hipotecados, tal situación se produce en un momento posterior a aquél en que se constituye la hipoteca: cuando se desiste del recurso de casación interpuesto contra la Sentencia que había declarado anteriormente nula la transmisión de la citada hipotecante a su hijo. Por ello, cuando se constituye la hipoteca lo hace basándose en un título, la transmisión de propiedad del hijo a la madre, que es nulo y basándose en la causa falsa de dicha transmisión, de modo y manera que lo mismo que la citada transmisión se declaró nula, por los mismos motivos debió declararse nula la constitución de la hipoteca controvertida.

III. RESCISIÓN POR FRAUDE DE ACREEDORES

Entrando a analizar la segunda acción, ejercitada con carácter subsidiario, por la demandante, Caja de Ahorros “A”, de rescisión por fraude de acreedores, el debate en ambas instancias y ante la Sala de casación se centró en la concurrencia del requisito de la subsidiariedad exigida por el artículo 1294 del CC.

Es la Sentencia de la Audiencia Provincial de Oviedo ya citada la que analiza con mayor detalle la concurrencia de los requisitos de la acción rescisoria por fraude de acreedores, haciendo suyo su atento análisis la Sala de casación, incluso con reproducción de parte del mismo⁽²⁾:

a) En cuanto a la existencia de un crédito a favor de Caja de Ahorros “A”, la misma resulta suficientemente acreditada en autos y no sólo eso, sino

(2) Vid. un análisis sintético de los requisitos de la acción rescisoria por fraude de acreedores en la doctrina, de LALAGUNA DOMÍNGUEZ, E., “La acción revocatoria y la jurisprudencia del Tribunal Supremo”, *RGD* n.º 582, marzo de 1993, p. 1263, y de MARTÍN PÉREZ, J.A., *La rescisión...*, ob. cit., p. 370.

que dicho crédito era líquido, vencido y exigible, anterior y preferente respecto de los créditos del Banco “C” (3).

b) En cuanto a la disposición de bienes por parte del deudor en perjuicio de la Caja de Ahorros “A” (requisito denominado del *eventus damni*), la misma también resulta de la constitución de los gravámenes hipotecarios sobre las dos viviendas de su propiedad.

A estos efectos es de capital importancia la aplicación que se hace de la doctrina de la Sentencia de la Sala 1.^a del Tribunal Supremo de 28 de marzo de 1988 (4), que ya había estimado como equivalente a un acto de disposición la existencia de un acto de gravamen que imposibilitaba la ejecución de los demás créditos contra el deudor, siguiendo así la misma solución que se había adoptado ya en la Sentencia de la Sala 1.^a del Tribunal Supremo de 14 de enero de 1935 (5).

(3) Sobre los problemas generados en la práctica en cuanto a la existencia del crédito, respecto de los pendientes de constitución, vencimiento, condicionales, etc., vid. CAPILLA RONCERO, F., “Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 28 de marzo de 1988”, CCJC n.º 16, enero-marzo de 1988, pp. 276-277; LALAGUNA DOMÍNGUEZ, E., “La acción...”, ob. cit., pp. 1263-1264, y MARTÍN SANTISTEBAN, S., “Presupuestos y requisitos en la aplicación de la acción rescisoria por fraude de acreedores: su evolución en la doctrina jurisprudencial reciente del Tribunal Supremo (Comentario a las Sentencias del 6 de abril de 1992 y 28 de octubre de 1993)”, RGD n.º 600, septiembre de 1994, pp. 9153-9155.

(4) Ponente: Excmo. Sr. D. Antonio Carretero Pérez; RJA 1988/2479.

(5) Vid. MORENO QUESADA, B., *Comentario...*, ob. cit., p. 525; LALAGUNA DOMÍNGUEZ, E., “La acción...”, ob. cit., p. 1275, que cita, además, expresamente entre los actos de disposición susceptibles de rescisión por fraude de acreedores: “si el deudor constituye una hipoteca en garantía de un crédito adquirido con posterioridad a otro y con fecha de vencimiento anterior al más antiguo”. En concreto, sobre la Sentencia de 28 de marzo de 1988, vid. CAPILLA RONCERO, F., “Comentario...”, ob. cit., pp. 277-281, puntualizando que la acción pauliana no tiene por objeto garantizar el principio de la *par conditio creditorum*, como dice el Tribunal Supremo en la citada Sentencia —“...se trata de un contrato (constitución de hipoteca) que, en este caso, se concertó para que uno de los acreedores prevaleciese sobre los demás, hasta el punto de privarles conscientemente, de su posibilidad de cobro, de modo que, sin la hipoteca, todos hubieren percibido lo que al rango y proporción de su crédito correspondía y, con la hipoteca del único bien del deudor, según lo alegado y probado, nada pueden percibir”— sino que “...permite atacar los actos de creación de privilegios, sólo en la medida en que mediante la creación de los mismos se persiga privar la garantía patrimonial suficiente a los restantes acreedores no privilegiados (o no en el mismo grado que el acreedor con el cual se confabula el deudor)...”. Advierte también CAPILLA RONCERO, *loc. ult. cit.*, pp. 278-281, la contradicción entre las citadas Sentencias de 28 de marzo de 1988 y 14 de enero de 1935, en lo que se refiere a la gratuidad u onerosidad de la constitución de hipoteca, para defender la posibilidad de que la constitución de hipoteca tenga causa onerosa o gratuita, circunstancia dotada de relevancia, en general en el ámbito de la acción pauliana, no en el caso que analizo, a los efectos de la aplicación del n.º 1.º ó 2.º del artículo 1297 del CC, cuestión sobre la que

Ello es así porque “...el acreedor conocía al tiempo de constituir la hipoteca la existencia de otros débitos y la nula solvencia del deudor si se trababan los bienes que gravó”, como dijo la Sentencia de segunda instancia y sobre lo que volvió a razonar *in extenso* la de casación, apoyándose en la reproducción literal de varios pasajes de la primera. Es la misma situación que, *a contrario*, se admite en la Sentencia de la Sala 1.^a del Tribunal Supremo de 8 de mayo de 1996⁽⁶⁾: “...en cuanto a la acción revocatoria o pauliana, regulada en el artículo 1111 del CC, tenemos que señalar que no se puede estimar en el caso de autos, ya que no se acreditó que el deudor se hubiera situado como consecuencia en una situación de insolvencia, la que hubiera supuesto una incapacidad de su patrimonio para soportar la deuda que sobre él pesa, incumpléndose, por lo tanto, la condición establecida en el artículo 1291 del CC, pues, en definitiva, para que pueda prosperar la referida acción pauliana hace falta como condición, primero, que se pruebe la inexistencia de otros bienes suficientes para cubrir el crédito correspondiente al acreedor accionante...”.

En nuestra doctrina científica no puedo dejar de citar la clara tesis de Luis DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, cuando dice: “Aunque el Código no las menciona y sólo aparecen al regular algunas acciones revocatorias especiales, que encuentran su aplicación en los casos de concurso y de quiebra, deben considerarse como actos fraudulentos los de constitución de garantías realizados por un deudor, en favor de un acreedor que antes no las tuviera. No hay, por consiguiente, fraude por el hecho de contraer una obligación que se garantiza especialmente (p. ej., obtener un préstamo garantizándolo con hipoteca), pero sí existe fraude cuando el deudor constituye una garantía en favor de un crédito

vuelve FERNÁNDEZ CAMPOS, J.A., *El fraude...*, ob. cit., p. 187. Por su parte, MARTÍN PÉREZ, J.A., *La rescisión...*, ob. cit., p. 383, admite ambas posibilidades, pues “...la constitución de hipoteca, y en general, de garantías reales por el propio deudor, puede ser tanto onerosa como gratuita dependiendo de la causa del acto de constitución, de que el deudor obtenga alguna ventaja o no por el hecho de otorgarla, y con independencia de la causa onerosa o gratuita de la obligación garantizada”.

En la práctica jurisprudencial, cito también la Sentencia de la Sección 5.^a de la Audiencia Provincial de Oviedo 27 de febrero de 1997 (Ponente: Ilma. Sra. D.^a M.^a José Pueyo Mateo; inédita), donde se vuelve a pronunciar sobre la revocación, por fraude de acreedores, de la constitución de una hipoteca, en cuanto que “...acto(s) o negocio(s) de contenido patrimonial en cuya virtud se produzca un menoscabo económico que trata de ser remediado dejándolo sin efecto, y así se ha entendido que tienen apoyo en el referido párrafo (artículo 1291.3 del CC), actos de gravamen como la constitución de hipotecas, renunciadas y en general actos que reducen la capacidad económica del deudor”. *Obiter dicta vid.* también la Sentencia de la Sala 1.^a del Tribunal Supremo de 24 de diciembre de 2002 (Ponente: Excmo. Sr. D. Alfonso Villagómez Rodil; *RJA* 2003/66), donde, al confirmar la Sentencia de la Sección 3.^a de la Audiencia Provincial de Córdoba de 7 de abril de 1997 (Ponente: Ilmo. Sr. D. Eduardo Baena Ruiz; *AC* 1997/668), ratifica que la hipoteca cuya rescisión por fraude de acreedores se solicitaba no había sido constituida a título gratuito.

(6) Ponente: Excmo. Sr. D. Alfonso Barcalá y Trillo-Figueroa; *RJA* 1996/645.

anteriormente existente, que no estaba favorecido con tales garantías si la constitución de la garantía se hace disponiendo de bienes del deudor. En este caso, que en la jerga mercantil se conoce con el sobrenombre de ‘superposición de garantías’, existe una evidente e indebida modificación de la *par conditio creditorum*”, citando al efecto la clásica y ya referida Sentencia del Tribunal Supremo de 14 de enero de 1935⁽⁷⁾.

No hay que olvidar, además, la propia naturaleza de acto dispositivo de bienes que tiene el mismo contrato de transmisión de los mismos del hijo a la madre en perjuicio de los acreedores de ésta, al unirse a la constitución de los gravámenes hipotecarios.

c) En relación al perjuicio de la accionante Caja de Ahorros “A”, no puede ponerse en duda su existencia, a resultas del hecho, acreditado en autos, de que la misma seguía sin haber cobrado una sola peseta del crédito que tenía a su favor frente a la avalista, que había constituido la carga hipotecaria sobre los únicos bienes de cierto valor en el patrimonio de uno de los deudores.

d) Respecto de la subsidiariedad de la acción rescisoria, se atiende a la doctrina jurisprudencial que mitiga su rigurosidad, en el sentido de que, como dice la Sentencia de la Sala 1.^a del Tribunal Supremo de 2 de junio de 1994⁽⁸⁾ —ratificada por la Sentencia de la Sala 1.^a del Tribunal Supremo de 24 de diciembre de 1996⁽⁹⁾— “...no es rigurosamente necesario que haya de promoverse pleito previo para acreditar la insolvencia o que ésta tenga que ser total, pues es suficiente que concurra minoración económica provocada para cubrir la integridad de la deuda, causándose de esta manera un real y persistente daño al acreedor por la actuación fraudulenta del obligado, siendo determinativo y esencial que del conjunto de las pruebas se llegue a la conclusión de que no pudiendo aquél cobrar lo que se le debe, carece de otro recurso legal para obtener la reparación de los perjuicios económicos que le afectan (Sentencias de 28 de junio de 1912, 7 de enero de 1958, 13 de enero de 1986, 6 de abril, 12 de mayo y 25 de noviembre de 1992)...”⁽¹⁰⁾.

(7) Vid. Díez-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, Tomo II, *Las relaciones obligatorias*, Madrid, 1993, p. 737.

(8) Ponente: Excmo. Sr. D. Matías Malpica González-Elipe; *RJA* 1994/4575.

(9) Ponente: Excmo. Sr. D. Jesús Marina Martínez-Pardo; *RJA* 1996/9375.

(10) Vid. MARTÍN SANTISTEBAN, S., “Presupuestos...”, ob. cit., pp. 9156-9157, donde recoge la evolución jurisprudencial hacia la mitigación de la primitiva exigencia de la insolvencia absoluta del deudor, acreditada en un juicio previo incluso. Vid., también, la defensa que FERNÁNDEZ CAMPOS, J.A., “Subsidiariedad de la acción pauliana en las obligaciones solidarias (Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 3 de octubre de 1995)”, *La Ley* 1996-3, p. 1451, hace de la matización de la insolvencia del deudor, en el sentido de que

De esta forma se consigue evitar el fracaso de la acción rescisoria, al que la misma estaba abocada en la época en la que perduró la exigencia desmesurada de concurrencia del presupuesto de la insolvencia, como exigencia previa para la subsidiariedad de la acción, sin que ello sea obstáculo para que se siga exigiendo la previa reclamación insatisfecha de la deuda al deudor⁽¹¹⁾, así como una cierta actuación diligente en dicha reclamación para hacer efectivo el cobro⁽¹²⁾.

A lo hasta ahora expuesto debe sumarse que es doctrina jurisprudencial:

1. Que es al deudor a quien incumbe el señalamiento de bienes con los que pagar sus deudas, ya que lo contrario supondría imputar al acreedor la

“...es posible que el deudor tenga bienes y en este sentido no sea insolvente, pero que el acreedor resulte igualmente perjudicado, si esos bienes no cuentan para posibilitar la satisfacción coactiva del acreedor: bien porque se trata de bienes del deudor ocultos; o si son bienes de difícil o imposible ejecución, como los situados fuera de la jurisdicción nacional; o si están gravados o vinculados a otro acreedor con privilegio especial que se impondrá al acreedor ordinario si éste intenta ejecutarlos”. Anteriormente, y de forma más sintética, MORENO QUESADA, B., *Comentario...*, ob. cit., p. 526; ORDUÑA MORENO, F.J., *La acción rescisoria por fraude de acreedores en la Jurisprudencia del Tribunal Supremo*, Barcelona, 1992, pp. 81-82; de nuevo, MARTÍN PÉREZ, J.A., *La rescisión...*, ob. cit., pp. 371-373, donde utiliza el concepto de “insolvencia relativa” o *pro creditore*; el elogio desde una “perspectiva bancaria” puede contemplarse en YLLESCAS ORTIZ, J.J., “Cuestiones procesales...”, ob. cit., p. 5000; en fin, se comparte este mismo criterio por VILLAGRASA ALCAIDE, C., “Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 15 de marzo de 2002”, *CCJC* n.º 58, enero-marzo 2002, p. 961.

En la práctica jurisprudencial reciente es muy clara la Sentencia de la Sala de lo Civil-Foral del Tribunal Superior de Justicia de Navarra de 28 de diciembre de 1995 (Ponente: Ilmo. Sr. D. Miguel Ángel Abarzuza Gil; *RJA* 1995/9668), en funciones de Tribunal de casación, cuando afirma: “...justificándose la insolvencia por el propio impago ordinario de sus obligaciones, si no existen bienes notoriamente conocidos en el patrimonio del deudor bastantes para atender a la deuda impagada...”. En todo caso, como dice la Sentencia de la Sala 1.ª del Tribunal Supremo de 30 de junio de 2003 (Ponente: Excmo. Sr. D. Antonio Gullón Ballesteros; *RJA* 2003/4319). La acción no triunfa si “no consta en estos autos absolutamente nada sobre la insuficiencia de lo embargado para hacer frente al pago de la cantidad que se fijó en la sentencia firme..., ni que el actor hubiese proseguido infructuosamente el apremio contra los bienes trabados”.

(11) Vid. ORDUÑA MORENO, F.J., *La acción rescisoria...*, ob. cit., pp. 79-81.

(12) Vid. la Sentencia de la Sala 1.ª del Tribunal Supremo de 28 de noviembre de 1997 (Ponente: Excmo. Sr. D. Pedro González Poveda; *RJA* 1997/8430): “...las diligencias de embargo practicadas a instancia del Banco A. en los juicios ejecutivos por él seguidos (...) muestran la existencia de otros bienes propiedad de la codemandada (...) y que como tales fueron trabados, distintos de los hipotecados, sin que conste respecto de ellos se haya continuado la vía de apremio y sin que tampoco conste su inexistencia en el patrimonio de aquélla, lo que permite concluir que Banco de A., S.A. no impulsó adecuadamente los juicios ejecutivos iniciados a su instancia; en consecuencia, no se puede tener como probada la imposibilidad de la entidad bancaria demandante para resarcirse de sus créditos, faltando así esa fundamental premisa de la acción rescisoria ejercitada...”.

probatio diabolica de un hecho negativo, cual es el de la ausencia de bienes de su deudor, como se encarga de recordar la Sentencia de la Sala 1.^a del Tribunal Supremo de 16 de junio de 1999. Hoy, además, en este mismo sentido, entiendo que apoya esta conclusión la aplicación del artículo 217.6 de la LEC, cuando da rango legal a la distribución de la carga de la prueba en atención a las facilidades probatorias de las que disponen los litigantes.

2. Y que a falta de tal señalamiento de bienes por parte del deudor debe presumirse que no los posee [Sentencia del Tribunal Supremo de 30 de enero de 1986 y, más reciente, *vid.* la Sentencia de la Sala 1.^a del Tribunal Supremo de 3 de octubre de 1995 ⁽¹³⁾].

La situación de no cobro de porción alguna de su crédito por parte de Caja de Ahorros “A”, pese a la mejora de embargo intentada en su Juicio Ejecutivo, y la concurrencia de los antes citados requisitos, conducen a la Sala a estimar la concurrencia de la subsidiariedad requerida para el éxito de la acción rescisoria, pues está probado que la acreedora había intentado las posibles vías legales para el cobro de su crédito.

A estos efectos reviste especial interés el siguiente razonamiento fáctico de la Sala de segunda instancia, cuando afirma que “...de lo actuado en el procedimiento, resulta que en el ejecutivo instado por la Caja de Ahorros (...) se consiguieron embargar las pensiones de los dos ejecutados y una finca rústica: ahora bien la cuantía de las primeras y el valor de la segunda —de 33 áreas— sin dato de mayor concreción, y el hecho de haberse aprobado judicialmente, por resolución de 9 de octubre de 1992, la ampliación de embargo sobre el sobrante del precio de remate de las subastas de los dos pisos litigiosos (...) es determinante de que este acreedor se vio afectado por la minoración económica obtenida mediante la hipoteca de los únicos bienes de cierto valor en el patrimonio de uno de los deudores, y que tras intentar las posibles vías legales para obtener el cobro —la solicitud de una mejora de embargo es indudablemente una de

(13) Ponente: Excmo. Sr. D. Alfonso Barcalá y Trillo-Figueroa; *RJA* 1995/7178.

Vid., en la doctrina, la referencia de FERNÁNDEZ CAMPOS, J.A., “Subsidiariedad...”, ob. cit., pp. 1452-1453 y *El fraude...*, ob. cit., pp. 49-50, a la solución legislativa portuguesa, aplicada por nuestra Jurisprudencia en España, conforme a la cual el acreedor basta con que pruebe la existencia de su crédito, recayendo en el deudor la carga de probar que tiene bienes cuyo valor es igual o superior al del importe del crédito, evitándose así hacer recaer en el acreedor demandante la carga de la prueba de un hecho negativo: la carencia de bienes del deudor para pagarle su crédito, solución de la que discrepa el citado FERNÁNDEZ CAMPOS, J.A., *loc. ult. cit.*, pp. 48-54, y “Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 31 de diciembre de 1997”, *CCJC* n.º 47, abril-agosto 1998, pp. 625-626, para defender la exigencia de que el acreedor ha de acreditar además que ha perseguido sin éxito los bienes del deudor; anteriormente, *vid.* cómo aprecia esa cierta inversión de la carga de la prueba en contra del acreedor MARTÍN PÉREZ, J.A., *La rescisión...*, ob. cit., p. 374.

ellas—, hubo de acudir a la acción rescisoria, subsidiaria de las vías anteriormente intentadas”.

Se rechaza, así, el argumento del Juzgado de instancia, que había exigido para la concurrencia de la subsidiariedad el que se hubiese agotado la vía de apremio, en el Juicio Ejecutivo seguido a instancia de Caja de Ahorros “A”, y no sólo frente a la deudora demandada en el Juicio Declarativo, que da lugar a la Sentencia comentada, sino también frente a los demás deudores ejecutados, en contra de la doctrina científica y jurisprudencial, que se va abriendo paso, en el sentido de que en el caso de la existencia de varios codeudores solidarios el ejercicio de una acción rescisoria por fraude de acreedores, contra uno de ellos no exige el agotamiento de la solvencia del resto de los codeudores⁽¹⁴⁾.

(14) Vid. MARTÍN PÉREZ, J.A., “Comentario a la Sentencia de la Sala 1.^a del Tribunal Supremo de 3 de octubre de 1995”, *CCJC*, n.º 40, enero-marzo 1996, pp. 173-176. La comentada Sentencia dijo con rotundidad que “Para la sentencia recurrida, no puede prosperar la acción rescisiva al no haberse acreditado la insolvencia de la deudora principal y de los cofiadores, con lo que la sentencia yerra fundamentalmente al desconocer el carácter autónomo que asume la obligación solidaria frente al acreedor, que le desliga de vincularse a los restantes obligados solidarios, si dirige la acción contra uno solo de ellos, puesto que el carácter subsidiario de la acción rescisoria, no impone al acreedor la demostración de la insolvencia de los restantes deudores”; en el mismo sentido, dice la Sentencia de la Sección 5.^a de la Audiencia Provincial de Oviedo de 27 de febrero de 1997 (Ponente: Ilma. Sra. D.^a M.^a José Pueyo Mateo; inédita): “...el TS ha señalado entre otras en la Sentencia de 3 de octubre de 1995 que en caso de deudas solidarias no es preciso probar la insolvencia de todos los obligados para utilizar la vía subsidiaria de la rescisión por fraude”; también *vid.* la Sentencia de la Sección 1.^a de la Audiencia Provincial de Barcelona de 3 de octubre de 1996 (Ponente: Ilmo. Sr. D. Francisco Javier Pereda; *RJC* 1997-I, pp. 96-98) y especialmente la Sentencia de la Sala 1.^a del Tribunal Supremo de 15 de septiembre de 1997 (Ponente: Excmo. Sr. D. Antonio Gullón Ballesteros *RJA* 1997/6462), reproducida con relación de antecedentes y compartida en la doctrina en ese momento sin crítica por FERNÁNDEZ CAMPOS, J.A., “Comentario...”, *ob. cit.*, p. 623, ratificándose ese mismo criterio en la doctrina por parte de VILLAGRASA ALCAIDE, C., “Comentario...”, *ob. cit.*, p. 962. Tácitamente en contra, *vid.* LALAGUNA DOMÍNGUEZ, E., “La acción...”, *ob. cit.*, pp. 1265-1266, pues refiriendo la anterior Sentencia de la Sala 1.^a del Tribunal Supremo de 7 de diciembre de 1989 (Ponente: Excmo. Sr. D. Alfonso Barcalá Trillo-Figueroa; *RJA* 1989/8813) —precursora de la de 3 de octubre de 1995, que conoció de un recurso de casación interpuesto contra una Sentencia de la hoy extinta Audiencia Territorial de Oviedo y en la que se obvió la solvencia o no del deudor principal, habiéndose ejercitado la acción revocatoria contra el matrimonio avalista— sigue exigiendo como requisito para el éxito de la acción, que los acreedores no tengan algún medio legal para hacer efectivo su crédito, como es el caso de “la posibilidad de dirigir su acción ejecutiva contra otro patrimonio distinto, como en el supuesto de que respondan de su crédito otros deudores solidarios solventes (arts. 1144 y 1145.3.º del CC) o de que el crédito esté afianzado por fiador solidario...”. Expresamente en contra, analizando la Sentencia de 3 de octubre de 1995, *vid.* FERNÁNDEZ CAMPOS, J.A., “Subsidiariedad...”, *ob. cit.*, pp. 1452-1453, para quien el “perjuicio pauliano”

Por lo que se refiere al agotamiento de la vía de apremio —requerida en la Sentencia de la Sala 1.^a del Tribunal Supremo de 5 de diciembre de 1994⁽¹⁵⁾— solamente debe exigirse cuando la misma pueda permitir el cobro del crédito, no así cuando los embargos resulten infructuosos o los bienes embargados del deudor manifiestamente insuficientes para la cobertura del crédito, pues en tal caso considero que queda suficientemente justificada la insolvencia del deudor⁽¹⁶⁾. Nótese, además, que en la última Sentencia del Tribunal Supremo que he citado se atendió fundamentalmente a que el Banco actuante había dejado caducar sus anotaciones preventivas de embargo. A mayor abundamiento, en el caso que vengo comentando no debe perderse de vista que no tenía sentido agotar la vía de apremio cuando se procedió a una ampliación de embargo que resultó infructuosa, como reconoce el Tribunal Supremo, al no existir el sobrante de las subastas de las viviendas que *ab initio*, en la originaria diligencia de embargo, se había intentado, inútilmente, trabar. Finalmente, en cuanto a la finca rústica y a la pensión de la avalista, embargadas, su manifiesto insuficiente valor para atender la deuda contraída con la Caja de Ahorros “A” hacía inútil el agotamiento de la vía de apremio a estos efectos.

e) Por último, respecto del fraude de acreedores, la apreciación de su concurrencia es lo que lleva a un estudio más detallado por la Audiencia Provincial de Oviedo primero y por el Tribunal Supremo después.

Se analiza la fraudulencia, de forma separada, en la conducta del deudor (*consilium fraudis*) y en la conducta del tercero interviniente en el contrato que se pretende rescindir (*conscius fraudis*).

Para la apreciación de una conducta fraudulenta en el deudor se considera por la Audiencia suficiente la existencia de “...un acto de disposición (que) trae como consecuencia la disminución de su patrimonio hasta reducirlo en tal medida que no le queden bienes para hacer frente a la deuda en concreto con el actor (Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de noviembre de 1991 o la misma

sólo existe cuando el acreedor no puede satisfacer su crédito ni tan siquiera ejecutando el patrimonio de otros sujetos distintos del deudor principal o del deudor ejecutado, tales como los fiadores, cofiadores solidarios u otros codeudores solidarios; posteriormente, insiste en ese mismo criterio FERNÁNDEZ CAMPOS, J.A., con mayor extensión, en su monografía *El fraude...*, ob. cit., pp. 87-97, analizando los supuestos de existencia de codeudores solidarios principales y de deudor principal y fiadores. No claramente a favor ni en contra, *vid.* ORDUÑA MORENO, F.J., *La acción rescisoria...*, ob. cit., p. 83, cuando concluye que “...ante la negativa de los fiadores de pagar la deuda, tras el incumplimiento del deudor, creemos que sea suficiente acreditar la insolvencia de este último como justificación de una utilización subsidiaria de la acción rescisoria. Sin perjuicio de la obligación de demandarlos”.

(15) Ponente: Excmo. Sr. D. Pedro González Poveda; *RJA* 1994/9408.

(16) Estoy de acuerdo completamente, en este aspecto, con YLLESCAS ORTIZ, J.J., “Cuestiones procesales...”, ob. cit., p. 5000.

de 3 de octubre de 1995)". Hay que sobreentender que el deudor conoce que su actuación genera el resultado referido, tal y como dice la Sentencia de la Sala 1.ª del Tribunal Supremo de 4 de septiembre de 1995⁽¹⁷⁾.

En cuanto a la conducta del tercero (recordemos, el Banco "C" a favor de quien se gravan hipotecariamente las viviendas de la deudora de la Caja de Ahorros "A"), se parte por la Audiencia de "...no exigir la voluntariedad de causar el perjuicio, sino simplemente la consciencia de causarlo", siguiendo en este punto a la Sentencia de la Sala 1.ª del Tribunal Supremo de 3 de octubre de 1995⁽¹⁸⁾ y a la opinión común de la doctrina⁽¹⁹⁾.

La Audiencia Provincial de Oviedo tiene en cuenta, esencialmente, para apreciar la existencia de una conducta fraudulenta, el hecho de que el Banco "C" conocía la existencia del pleito seguido a instancia del Banco "B", pues la demanda rectora del mismo constaba anotada preventivamente en el Registro de la Propiedad, lo que unido al hecho de que el hijo invocase como título de propiedad, en la cesión y transmisión efectuada a su madre, el objeto del citado pleito, supone la pérdida de la condición de tercero hipotecario del Banco "C". En esta apreciación incide con acierto el Tribunal Supremo, teniendo en cuenta el comportamiento normal de cualquier entidad bancaria en el mercado de

(17) Ponente: Excmo. Sr. D. Eduardo Fernández-Cid de Temes; *RJA* 1995/6490. Basta, por tanto, con la *scientia fraudis* por parte del deudor, ya que no es preciso que exista en el mismo un *animus nocendi* o intención de dañar al acreedor, como recuerdan en la doctrina VILLAGRASA ALCAIDE, C., "Comentario...", ob. cit., p. 963 y FONS RODRÍGUEZ, C., "Los límites a la aclaración de sentencias y la subsidiariedad de la acción pauliana condicionante de su ejercicio", *La Ley*, n.º 5727, 26 de febrero de 2003, p. 3, y en la práctica la ya citada Sentencia de la Sala 1.ª del Tribunal Supremo de 24 de diciembre de 2002, así como la más reciente de 13 de junio de 2003 (Ponente: Excmo. Sr. D. José de Asís Garrote; *RJA* 2003/4304), lo que hace más sencilla de triunfar esta acción pauliana que la de nulidad, como advierte FERNÁNDEZ CAMPOS, J.A., *El fraude...*, ob. cit., pp. 100-101, pues siempre revisite mayor dificultad la acreditación de la concurrencia de una intención.

(18) Ponente: Excmo. Sr. D. Alfonso Barcalá y Trillo-Figueroa; *RJA* 1995/7178.

En el mismo sentido, entre otras muchas, la Sentencia de la Sala 1.ª del Tribunal Supremo de 4 de septiembre de 1995 (Ponente: Excmo. Sr. D. Eduardo Fernández-Cid de Temes; *RJA* 1995/6490) y las Sentencias de la Sección 5.ª de la Audiencia Provincial de Oviedo 23 de enero de 1997 (Ponente: Ilma. Sra. D.ª M.ª José Pueyo Mateo; inédita) y de 27 de febrero de 1997 (Ponente: Ilma. Sra. D.ª M.ª José Pueyo Mateo; inédita).

(19) CAPILLA RONCERO, F., "Comentario...", ob. cit., p. 277; LALAGUNA DOMÍNGUEZ, E., "La acción...", ob. cit., pp. 1270-1271; MARTÍN SANTISTEBAN, S., "Presupuestos...", ob. cit., pp. 9159-9160, donde refiere la evolución jurisprudencial en la cuestión y luego, pp. 9162-9166, defiende esta nueva interpretación, como dotada de mayor garantía para el derecho de crédito; MARTÍN PÉREZ, J.A., *La rescisión...*, ob. cit., pp. 375-376; FERNÁNDEZ CAMPOS, J.A., "Subsidiariedad...", ob. cit., p. 1453, partidario incluso de considerar que "...ambos párrafos del art. 1297 contemplan supuestos, no de presunción legal de fraude, sino de rescindibilidad legal sin necesidad de fraude".

crédito, que le lleva a exigir al hipotecante “una diáfana y limpia titularidad dominical, sin asomo de equivocidad alguna, lo que mal puede predicarse cuando —como ocurrió en autos— el título de propiedad que esgrime la luego deudora, trae causa de esa anómala cesión de derechos de su propio hijo, en base a una titularidad previa que ya está amenazada o declarada nula y, con una pendencia de casación, luego desistida, lo que por sí sólo, son *facta* indiciarios de una cierta patología adquisitiva de las fincas luego así gravadas, y sobre cuya comprobación, una mínima diligencia del ente prestamista hubiera descubierto, la verdadera cobertura económica a gravar, y asimismo, la pendencia del otro crédito el de la actora”.

Más aún, a mi juicio podría llegar a entenderse que las operaciones de cesión y transmisión, de un lado, y de constitución de gravamen hipotecario, de otro, constituyen un “todo fraudulento”. De esta forma, si tenemos en cuenta que el artículo 1111 del CC utiliza la palabra “actos”, mientras que los artículos 1291 y ss. del CC se refieren a “contratos”, dentro de ambos conceptos podríamos subsumir operaciones complejas, compuestas de varios “actos” o “contratos”, unidos entre sí por la finalidad o el resultado defraudatorio para los acreedores del disponente de su patrimonio.

La tesis que acabo de defender permitiría, en el caso debatido, negar incluso la condición de tercero a la entidad hipotecante, en cuanto que participante directa en la “operación fraudulenta”.

A ello debería haberse sumado el conocimiento registral que el citado Banco “C” tenía de los embargos intentados y rechazados a instancia, entre otros, de la Caja de Ahorros “A”, sobre las viviendas hipotecadas, que determina, a mi juicio, la concurrencia de la presunción de fraude contemplada en el artículo 1297.2 del CC ⁽²⁰⁾.

A lo expuesto en la Sentencia ha de sumarse que también se encontraban anotadas en el Registro de la Propiedad las demandas del litigio seguido a instancia de Caja de Ahorros “A” contra la avalista, en reclamación de la nulidad o rescisión por fraude de acreedores de la transmisión de la madre avalista a su hijo, anotaciones anteriores a la inscripción —luego constitución— de la hipoteca, aunque ciertamente posteriores al otorgamiento de la escritura de hipoteca. A mi juicio, dado que la hipoteca se constituye con su inscripción

(20) Vid. MORENO QUESADA, B., *Comentario...*, ob. cit., p. 537, donde refiere la suficiencia de que hubiera recaído sentencia condenatoria con el deudor o mandamiento de embargo —en el caso comentado concurría el haberse acordado el embargo previo de las fincas objeto de controversia—; MARTÍN PÉREZ, J.M., “Comentario...”, ob. cit., p. 178, y *La rescisión...*, ob. cit., p. 378.

registral (artículo 1875 del CC) tales anotaciones preventivas también privan de la condición de tercero hipotecario al Banco “C”⁽²¹⁾.

Se llega así a la conclusión fundamental de la Sentencia de segunda instancia, ratificada en casación: “...una conclusión sobre la valoración de este conjunto de circunstancias, que no puede ser otra sino su configuración como maquinaciones claramente constitutivas de un fraude, que merece su inclusión en el artículo 1291.3 del CC, realizadas por los deudores de la actora que tras intentar una venta para eludir sus obligaciones, y declarada ésta judicialmente nula, pendiente de un recurso instado por los mismos, conciertan con otra entidad bancaria un nuevo crédito a añadir a otros que tenían con la misma, constituyendo nuevas hipotecas sobre los mismos bienes, de manera tal que cuando, con fecha posterior, desisten del recurso ante el Supremo, los únicos bienes de valor en que consiste su patrimonio ya están trabados con la alteración de las preferencias en los créditos, impidiéndose a la actora establecer la menor garantía en defensa del propio”.

A mi entender, la fraudulencia proviene de la concatenación de los siguientes datos:

a) Uso de la interposición de un recurso de casación como instrumento de negociación con el Banco “B” y el Banco “C” y como pantalla que permite el que registralmente se mantenga la propiedad en quien no es deudor de la Caja de Ahorros “A”, con lo que ésta no puede embargar hasta que se llega a un acuerdo con las otras dos entidades financieras acreedoras y para el pago de sus créditos se agota el patrimonio del deudor de todas ellas.

b) Transmisión de la propiedad a la deudora de Caja de Ahorros “A”, simultánea constitución de gravamen hipotecario a favor del Banco “C” y no desistimiento del recurso de casación hasta que no se efectúan estas operaciones.

c) Las hipotecas constituidas sobre las viviendas que han vuelto a la titularidad registral de la deudora de Caja de Ahorros “A” no responden a un préstamo nuevo, sino a una refinanciación de deudas anteriores contraídas con

(21) A propósito de la relevancia de la inscripción de la hipoteca, como requisito constitutivo, también a los efectos de una acción rescisoria de una hipoteca, vid. la ya mencionada Sentencia de la Sala 1.ª del Tribunal Supremo de 28 de noviembre de 1997 (Ponente: Excmo. Sr. D. Pedro González Poveda; *RJA* 1997/8430): “...en el presente caso ha de tenerse en cuenta que el acto cuya rescisión se postula es la constitución de una garantía hipotecaria sobre bienes inmuebles que requiere como requisito constitutivo la inscripción en el Registro de la Propiedad, requisito que no se cumplió hasta el 11 de mayo de 1990, con posterioridad al nacimiento de los créditos en que apoya la acción ejercitada”.

el mismo Banco “C”, nuevo acreedor hipotecario, por lo que estamos ante superposición de garantías.

d) Imposibilidad de Caja de Ahorros “A” de acceder a la anotación de su embargo con preferencia a las hipotecas anteriormente referidas, a pesar de que sus créditos gozaban de preferencia frente a los que se vienen a garantizar hipotecariamente.

e) Preterición del crédito de Caja de Ahorros “A” frente a los créditos del Banco “C”, que adquieren preferencia hipotecaria en detrimento del señalado crédito de Caja de Ahorros “A”, que hasta aquel momento era ordinariamente preferente a los créditos del Banco “C”.

La citada estimación de la concurrencia de un fraude de acreedores en la cesión y transmisión de la propiedad del hijo a la madre y su consiguiente rescisión acarrea la nulidad de las inscripciones de las hipotecas del Banco “C”, privado de la protección hipotecaria del artículo 34 de la LH, pues la hipoteca se constituyó por quien esgrimió un título de propiedad rescindido por fraude, fraude en el que intervino el propio Banco “C”. Más aún, como por mi parte entiendo que también concurre la nulidad, por falta de causa o causa falsa en la citada transmisión de propiedad del hijo a la madre que ésta invocó como título de propiedad en la constitución de las hipotecas, entiendo que ello conduce también a igual nulidad de las señaladas hipotecas, dado que la causa de nulidad también constaba en el propio Registro de la Propiedad y privaba de protección hipotecaria al Banco “C”⁽²²⁾.

Por último, con evidente acierto, el Tribunal Supremo extiende la rescisión a la propia constitución de las hipotecas, de modo que se entiende concurrente el fraude también en la constitución de las mismas y no sólo en la transmisión de la propiedad del hijo a la madre, tantas veces citada. De esta forma la constitución de las hipotecas es asimismo objeto de rescisión por fraude de acreedores.

(22) En la constitución de las hipotecas se infringen, a mi juicio, los artículos 1857.3 del CC y 108 de la LH, pues como dice CHICO Y ORTIZ, J.M.^a, *Estudios de Derecho Hipotecario*, Tomo II, Barcelona, 1995, p. 1308, “desde el punto de vista hipotecario es necesario que la persona que constituye la hipoteca tenga inscrita previamente o a la vez la finca o el derecho real sobre el cual ha de constituirse la correspondiente hipoteca”, sin que opere la excepción a que se refiere GUILARTE ZAPATERO, V., *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, Tomo XXIII, Madrid, p. 357, de que “en ocasiones, por el juego de la protección registral, que puede dar lugar a la eficacia de una hipoteca constituida por quien no es dueño del inmueble, pero aparece como tal en el Registro...”. Tal infracción proviene del hecho de que quien constituye las hipotecas, la madre, no tenía capacidad para enajenar los inmuebles en ese momento, pues aún pendía el litigio sobre su titularidad y la titularidad registral era de su hijo.

IV. LAS CONSECUENCIAS PRÁCTICAS DE LA ESTIMACIÓN DE LA ACCIÓN RESCISORIA

Quiero concluir refiriendo las consecuencias prácticas que pueden derivarse de la comentada sentencia, una vez que la misma estima la rescisión por fraude de acreedores de la transmisión de la propiedad del hijo a la madre y de la constitución de hipoteca por ésta a favor del Banco “B”, amén de la declaración de nulidad del primero de los negocios jurídicos referidos.

Caben dos posibilidades:

1. La primera es que, como consecuencia de la nulidad y de la rescisión referidas, se proceda a la cancelación de los correspondientes asientos registrales, con lo que la propiedad de las viviendas volvería al hijo y, por ello, la Caja “A” no podría ahora embargar dichas viviendas, al objeto de ejecutar las mismas y cobrarse con el importe obtenido en dicha ejecución su crédito, porque la titularidad registral de las mismas correspondería al hijo que es ajeno a la operación bancaria, pues no es fiador de la misma. En este caso es preciso, para defender los intereses de la Caja “A”, estar a la aplicación de las consecuencias derivadas del éxito de la acción de rescisión por fraude de acreedores tanto de la transmisión del hijo a la madre como de la constitución de la hipoteca a favor del Banco “C”, lo que unido a la firmeza final de la sentencia que había declarado la nulidad de la transmisión de la madre al hijo a instancia del Banco “B”, determinará en teoría la posibilidad de que la Caja “A” pudiese embargar dichas viviendas para cobrar el importe de su crédito mediante la ejecución de las mismas. Ahora bien, ésta es una posibilidad que podría devenir teórica, porque ya he referido que las viviendas fueron subastadas, adjudicadas al Banco “C” y transmitidas a un tercero, que si se estima de buena fe, encontrará la protección del artículo 34 de la LH. De existir tal protección tal tercero quedaría con la titularidad registral de las fincas, de modo que la consecuencia desencadenada por la referida sentencia será la que paso a continuación a relatar.

2. Para el caso de que exista un tercero registral, titular de las viviendas referidas, la consecuencia que se deriva de la sentencia es indemnizatoria, por aplicación de lo previsto en los artículos 1298 del CC y 38 de la LH, de modo que corresponde la obligación de indemnizar los daños y perjuicios ocasionados a la Caja “A” al Banco “C”, que es el adquirente de mala fe que no puede devolver las cosas recibidas en fraude, siendo el importe de tales daños y perjuicios no sólo el importe del crédito que la Caja “A” no cobró sino también todos los demás daños derivados de la transmisión en fraude de acreedores, donde entiendo que deben incluirse los intereses de demora, los gastos y las costas

ocasionados en la tramitación del Juicio ejecutivo correspondiente y a cuyo pago hubiese sido condenado el deudor participante también en el fraude ⁽²³⁾.

Ya para concluir queda apuntar que las relaciones entre Banco “C” y la deudora hipotecante vienen determinadas porque en este caso la Sala estimó que dicho Banco participó en el fraude con pleno conocimiento del mismo. Por tanto, dicho Banco debe entenderse que es adquirente de su derecho real hipotecario de mala fe, mala fe que trasciende también a la adjudicación de las viviendas hipotecadas y subastadas a su instancia, por lo que estará desprovisto de toda acción contra el deudor para recuperarse de la indemnización que habrá de pagar a Caja “A”, ya que lo contrario supondría dotarle de la injustificable ventaja de que nada tendría que perder en ningún caso, como tiene certeramente dicho la doctrina científica que acabo de referir.

(23) Vid. VILLAGRASA ALCAIDE, C., “Comentario...”, ob. cit., pp. 964-965, y especialmente, con anterioridad y mayor extensión, FERNÁNDEZ CAMPOS, J.A., *El fraude...*, ob. cit., pp. 215-272.

DE NUEVO: LA FALTA DE INDICACIÓN DEL TOMADOR DE LA LETRA Y LA JURISPRUDENCIA CONTRADICTORIA

Por

JUAN SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE

Catedrático de Derecho Mercantil

FUNDAMENTOS JURÍDICOS

A) Sentencia Audiencia Provincial de Madrid (Sección 11.ª), de 23 de septiembre de 2002. Ponente II-mo. Sr. D. Jesús Gavilán López (JUR 2003\49063)

“**Segundo.**—Efectivamente, y en cuanto al primero de los recursos planteados por el ejecutante, esta Sala tiene declarado, acogiendo la tesis esgrimida por el mismo, en Sentencia de fecha 19 de febrero de 2001 dictada en Rollo de Apelación 1001/1999, que en los supuestos en los que no figura el tomador de la letra de cambio, es preciso evaluar en todo caso, las concretas circunstancias concurrentes, a fin de comprobar si, pese a no constar la designación concreta del tomador, la misma se puede inferir inequívocamente y sin dificultad alguna, de las propias declaraciones contenidas en la letra de cambio, lo que, ciertamente confir-

ma la flexibilidad del rigor cambiario del artículo 1.º, apartado 6.º de la Ley Cambiaria.

Esta tesis y sus antecedentes viene concretada acertadamente en la Sentencia dictada por la Audiencia Provincial de La Coruña, de fecha 29 de abril de 1999, citada por el recurrente, además de las reseñadas anteriormente, cuando pone de manifiesto que ‘... Si bien no se desconoce la doctrina mantenida por diversas Audiencias Provinciales que estima que, al ser la letra de cambio un título eminentemente formal, debe reunir para su validez todos los requisitos exigidos por art. 1 de la Ley Cambiaria y del Cheque y, entre ellos, la designación de la persona a la que se ha de hacer el pago o a cuya orden se ha de efectuar (art. 1.6), ya que su omisión no queda subsanada por la expresa previsión legal que el art. 2 establece para el caso de ausencia de otras menciones en la misma, también es cierto que otro sector de

otras Audiencias Provinciales, como la de Madrid (Sec. 13.^a, Sent. de 3 de marzo de 1995; Sec. 19.^a, Sent. de 4 de febrero de 1994; Sec. 20.^a, Sent. de 20 de febrero de 1997), así como Sec. 5.^a de La Coruña (Sent. de 24 de enero de 1996) mantienen que cuando la relación cambiaria tiene lugar entre las partes que concertaron el negocio causal subyacente del que nació el título, sin que la letra haya entrado en el tráfico jurídico o pasado a manos de terceras personas ajenas a dicho negocio, debe flexibilizarse el rigor cambiario, siempre que existan datos suficientes que permitan conocer la persona a la que se ha de efectuar el pago, en aras del principio de la buena fe; tal y como sucede en el caso que se enjuicia, en el que, aun no reflejándose de manera expresa el nombre de la persona a la que hubiere de realizarse el pago, si se consigna de forma inequívoca que habría de efectuarse en un determinado Banco, con mención concreta de la dirección de la sucursal e, incluso, el número de cuenta en la que había de ingresarse.

Un autorizado sector doctrinal ha venido admitiendo la validez de la letra en que no conste la designación concreta del tomador cuando su identificación fuera posible, de modo inequívoco, mediante la interpretación del negocio jurídico causal subyacente; así «el hecho de que en la letra no se designe al tomador, contrariamente a lo que establece el requisito 6 del art. 1 de la Ley Cambiaria, no impide que se califique a la acción como cambiaria pues tal inexistencia carece de relevancia, cuando la relación jurídica que se plantea es exclusivamente entre el librador y el librado (Sent. de la AP de Cáceres de 5 de julio de 1988). Si bien es innegable el carácter eminentemente formal de la letra de cambio, con un alcance no sólo a efectos de prueba, sino incluso de constitución de las obligaciones cambiarias, no es dable extender aquel rigor más allá de las propias exigencias que le son inherentes; por tanto, el requisito que impone el art. 1.^o en su número 6, con la consecuencia que,

para el caso de su omisión prevé el precepto siguiente, se ha de entender preciso en el supuesto de ser distintas en las personas del librador y tomador, por cuanto siendo las mismas, como ahora acontece, resulta innecesario. Cabe destacar, en tal sentido, que amén de que como la jurisprudencia había puesto de relieve bajo la anterior regulación de la materia, la exigencia del entonces art. 444.3 del Código de Comercio tenía por fin una perfecta identificación del tomador o éste es fácilmente identificable por la posición o tenencia legítima del título e insistiendo en que aquel tal requisito presupone la intervención en las letras de un tomador o tercera persona distinta al librador, no pueden obviarse los términos en que viene hecha la declaración cambiaria, plasmada en el propio documento y la obligación que con ella asume el librado: el pago de la letra a su vencimiento (art. 33); aceptación que se hace sin que figurase tomador alguno» (Sent. de la AP de Guipúzcoa de 15 de abril de 1998); y es que la doctrina, en general, viene entendiendo que, tratándose del tomador, debe exigirse un menor rigor formal, ya que la omisión en este caso se subsana con la expresión del librador y la tenencia o posesión por su parte del título, con lo que la identificación del tomador resulta en este caso inequívoca y por las propias declaraciones contenidas en el mismo, teniendo en cuenta que en estos casos las letras de cambio no nacen para circular, sino que se destinan a permanecer en poder del librador para dotarle de un título ejecutivo frente a su deudor (librado), cuando éste lo acepta (Sent. de la AP de Asturias de 21 de mayo de 1998).

La aplicación de esta doctrina y jurisprudencia citada, dentro del ámbito referido de las distintas Audiencias Provinciales, al caso enjuiciado, determina la estimación del recurso, al constatar en las letras cambiarias presentadas la existencia exclusiva del librador y librado, sin la intervención de terceras personas ajenas al negocio causal del que dimanar, más la concreta reseña de la

entidad bancaria y número de cuenta corriente en la que habría de ingresarse, declarando la plena validez de los títulos ejecutados, en orden a las obligaciones contraídas, dentro de la buena fe procesal que deben informar la relaciones jurídicas establecidas entre las partes”.

B) Sentencia de la Audiencia Provincial de La Coruña de fecha 24 de septiembre de 2002. Ponente: Ilmo. Sr. Miguel Herrero Padura (JUR 2003/8207)

“**Segundo.**—Aunque reiteradamente se señala que el Tribunal Supremo, y en relación al mencionado precepto del Código de Comercio (LEG 1885, 21), zanjó la polémica significando la necesidad de la designación [repetitiéndose las citas de SSTs de 5-10-1971 (RJ 1971, 3817), 12-12-1984 (RJ 1984, 6059), 1-7-1985 (RJ 1985, 3633), etc.], lo cierto es, como es un exponente la detallada fundamentación que contiene la sentencia recurrida, que sigue suscitándose la cuestión. Sin perjuicio de que en esta materia se admita en la doctrina y en la llamada jurisprudencia menor, un cierto grado de flexibilidad sanadora de los meros errores en la designación, la controversia se agudiza en determinados supuestos, y así existe una corriente minoritaria que en determinados supuestos, como aquellos en que, no habiendo circulado la letra, esta se encuentra en posesión del librador (entendiendo que de ello se desprende que la letra está girada a la propia orden), o que, habiendo circulado, el primer endosante coincide con la persona del librador, en cuyo caso, y como dice la sentencia de la Audiencia Provincial de La Rioja de 28 de junio de 2000 (AC 2000, 2245), ‘puesto que el librador y el primer endosante son los mismos, puede concluirse que la letra no ha entrado en el tráfico hasta el momento del primer endoso, deducción que implica una actuación igual a la de la letra girada a la propia orden’ añadiendo que ‘en los títulos a la orden —de los que es paradigma la letra de cambio— la legítima-

ción procede de la existencia de una cadena no interrumpida de endosos [art. 19 de la Ley Cambiaria (RCL 1985, 1776, 2483)] que se valoran no sólo por la mera posesión, sino principalmente por la regularidad de la cadena, que se desprende de la observación del documento cambiario y de las declaraciones asumidas mediante la firma en el título’.

Frente a ello, actualmente prima la corriente que podríamos denominar formalista [SSAAPP de Cantabria de 20/199/2001, (JUR 2001, 291812), Salamanca (Auto) de 28/3/2001 (JUR 2001, 141359), Cádiz de 7/3/2001, Asturias de 10/10/2000 (JUR 2001, 22302), Alicante 10/7/2000, Tarragona 1/6/2000, Granada 27/5/2000 (JUR 2000, 268163), Almería 5/10/1999, Málaga 30/199/1999 (*sic*), Barcelona 26/7/1999, Castellón de 14/7/1999 (AC 1999, 7046), Las Palmas de 9/4/1999, Jaén de 26/2/1999, Madrid de 23/10/1998, y Toledo de 19/11/1997 (AC 1997, 2327), haciendo esta última un exhaustivo estudio del problema], que es por la que se decanta esta Sala, con base a los argumentos que de forma reiterada se señalan en estas resoluciones:

a) Los claros términos del art. 1.6 de la Ley Cambiaria y del Cheque (RCL 1985, 1776, 2483).

b) El que la letra de cambio es un mandato de pago de naturaleza abstracta caracterizada por la concurrencia necesaria del tomador quien da nacimiento a la obligación cambiaria y la independiza del librador, siendo cuestión distinta que la letra pueda girarse a la propia orden, pues ello debe constar en el título, sin que la mera posesión legitime para su cobro como se infiere del art. 19 de la Ley Cambiaria.

c) Porque el art. 2 de la Ley Cambiaria es un precepto de cierre e interpreta auténticamente la falta de los requisitos establecidos en el art. 1, precepto que juntamente con los arts. 3 y 12, no prevé ningún remedio para subsanar la referida omisión. De modo que si bien cabe admitir que antes del vencimiento de la cambial la inexistencia de la

designación del tomador sólo genera la imposibilidad de la transmisión cambiaria, la falta de tal mención tras el vencimiento de la letra ya sea en alguna de las formas establecidas en el art. 38, o de modo anticipado por alguno de los supuestos regulados en el art. 50, determina su pérdida de eficacia.

En consecuencia, considera esta Sala que la carencia de requisitos formales, esenciales en la letra de cambio, fuera de los supuestos específicos de saneamiento, puede hacerse valer a través del art. 67 de la LCCH, pues la letra de cambio es un título eminentemente formal, completo en sí mismo, y por tanto la falta de alguno de los requisitos esenciales le priva de fuerza ejecutiva. Asimismo hemos de decir que habiendo subrayado la jurisprudencia el carácter abstracto de nuestro sistema cambial, con mayor independencia de la relación subyacente, la básica circulación requiere la necesaria expresión del tomador.

Tercero.—En el presente caso en que no se hace ninguna referencia en el título al tomador, la asimilación de esta ausencia de la citada formalidad, a un libramiento a la propia orden, no supondría únicamente la labor de interpretación sobre un extremo dudoso de las declaraciones cambiarias y dirigida a la plena identificación de uno de los intervinientes necesarios en el título, sino la suplencia de la omisión total de la designación de la persona que ha de recibir el pago con la consiguiente atribución de tal cualidad al librador pese a no figurar en dicho concepto en el documento. Por ello, sin negar por ello la consistencia de los argumentos que apoyan la tesis adoptada en la instancia, estimamos más adecuada al rigor formal que justifica la fuerza en juicio de la letra, produciendo el defecto de referencia en cuanto afecta a un requisito esencial del título, la privación de su eficacia como documento cambiario, señalando la ya citada sentencia de 22/3/1999 de la AP de Asturias, que ‘al no poder considerarse como tal, con independencia de que la letra haya o no salido de

la relación librador-librado, con base en el tenor de los preceptos legales citados, en que la Ley no hace diferencia alguna según que la letra haya salido o no del ámbito de los iniciales obligados cambiarios; en el carácter eminentemente formal de esta clase de títulos, que no admiten excepciones en base a consideraciones de equidad o a criterios de justicia material, so pena de provocar una importante quiebra del principio de seguridad jurídica; y en que el juicio ejecutivo, dadas las graves consecuencias que conlleva para el patrimonio del deudor y los limitados medios de defensa y conocimiento que permite, exige como justa contrapartida la observancia rigurosa de todos los presupuestos necesarios para que el título pueda considerarse como valido y eficaz”.

C) Sentencia de la Audiencia Provincial de Almería (Sección Tercera), de 19 de febrero de 2003. Ponente: Ilma. Sra. D.ª Tárсила Martínez Ruiz (AC 2003\453)

“Tercero.—La Ley Cambiaria y del Cheque (RCL 1985, 1776, 2483), siguiendo las directivas de la Ley Uniforme de Ginebra, suavizó la rigidez del art. 444 del Código de Comercio (LEG 1885, 21). Así, si bien por medio de los arts. 1.6 y 2 de la citada Ley, se establece que la falta de designación de tomador (persona a quien se ha de hacer el pago o a cuya orden se ha de efectuar), determinará que el documento no se considere letra de cambio (y a este respecto, son claros y precisos los términos de los referidos artículos), no obstante se permite, mediante los arts. 4 y 12 de la misma Ley, que las letras puedan ser giradas a la propia orden del librador o incluso en blanco. Ahora bien, esta falta de designación inicial de tomador, que hace incompleta la letra, debe subsanarse, de acuerdo con la propia naturaleza de la letra de cambio como título valor, así como del carácter temporal de la letra en blanco (art. 12 de la LCCH), en el momento inmediatamente anterior al vencimiento, ya que llegado éste podrá hacerse valer la exigencia de pago.

En definitiva, por la propia naturaleza de la letra de cambio y del juicio ejecutivo, por la privilegiada fuerza que a dicho documento se concede para el ejecutante, frente a los limitados mecanismos de defensa que puede hacer valer el ejecutado, y por la propia literalidad, acorde con esa naturaleza, de los repetidos preceptos, ha de concluirse, de modo general, que la designación de la persona del tomador, en la letra de cambio, es un requisito esencial de dicho documento, que debe concurrir al tiempo del vencimiento, perdiendo la letra, en caso contrario, su carácter de tal y su fuerza ejecutiva.

Cuarto.—Ciertamente, esta cuestión ha suscitado una polémica doctrinal y algunas Audiencias Provinciales sostienen que puede admitirse como título ejecutivo una letra de cambio en la que no conste designada la

persona del tomador, cuando la acción se entabla entre librador y aceptante, entendiéndose en este caso que se ha librado a la propia orden, o cuando esa designación puede deducirse de las demás circunstancias que consten en el documento. Sin embargo, la opinión mayoritaria, dado el espíritu rigorista y formalista de la Ley, que considera la designación del tomador como un requisito esencial, se inclina a favor de la nulidad del título en los supuestos en que no conste tal designación. Y este criterio es el que esta Audiencia Provincial ha venido manteniendo, de manera que en el caso de autos no puede concederse fuerza ejecutiva a la letra de cambio en virtud de la cual se ha despachado ejecución, puesto que en la misma no constaba, al tiempo de su vencimiento, la designación del tomador, figurando en blanco el lugar destinado para ello”.

COMENTARIO

SUMARIO

- I. LA MENCIÓN DEL TOMADOR Y SU OMISIÓN.
- II. LA ACTUALIZACIÓN DE LOS ARGUMENTOS.
- III. ¿UN SUPUESTO DE INTERÉS CASACIONAL?

I. LA MENCIÓN DEL TOMADOR Y SU OMISIÓN

Al igual que sucedió con un anterior comentario dedicado al mismo tema, y que apareció publicado en esta misma sección ⁽¹⁾, estas páginas están motivadas por la lectura de resoluciones jurisprudenciales que acreditan que la falta de mención en la letra de cambio de su tomador sigue teniendo un carácter problemático. Afirmación ésta que no sólo se basa en la sucesiva aparición de decisio-

(1) V. SÁNCHEZ-CALERO, J., “La omisión del tomador y la circulación de la letra de cambio”, *RDBB* 47 (1992), p. 849 y ss.

nes que plantean la cuestión⁽²⁾, sino, en especial en la constatación de una creciente contradicción reiterada a lo largo de numerosas sentencias sobre cómo resolver esa cuestión⁽³⁾, de manera que puede afirmarse que lejos de haber complementado el ordenamiento, la jurisprudencia genera una mayor inseguridad sobre cómo ha de interpretarse la omisión del tomador en la letra.

Las sentencias que motivan este nuevo comentario permiten afirmar que la jurisprudencia continúa reflejando opiniones contrapuestas a la hora de resolver qué trascendencia cabe dar a la omisión en una letra del “*nombre de la persona a quien se ha de hacer el pago o a cuya orden se ha de efectuar*” (v. art. 1.6 Ley Cambiaria y del Cheque-LCCh). Contraposición que se puede concretar en torno a dos posiciones o corrientes. La primera, que podríamos denominar formalista, considera que la falta de la mención del tomador es causa determinante de que el documento no pueda ser considerado letra de cambio (art. 2 de la LCCh), con lo que carecerá de toda fuerza ejecutiva. La segunda postura, a favor de la que nos pronunciábamos en aquella anterior ocasión, introducía matizaciones a la anterior, a partir de otros preceptos que dentro de la propia Ley permitían considerar que dicha omisión podía no tener tan graves consecuencias o, si se prefiere, que autorizaban una cierta flexibilidad a la hora de ponderar la falta de aquel requisito esencial y salvar el carácter cambiario del documento en cuestión. Orientación esta última que no hacía sino enlazar con la autorizada opinión que, vigente la regulación de la letra en el Código de Comercio, entendía que un menor rigor formal en la identificación del tomador se subsanaba “*con la posesión del documento*”⁽⁴⁾. En las Sentencias que comentamos se contienen diversas referencias a las decisiones antecedentes a favor de una y otra posición.

De acuerdo con la segunda de las corrientes jurisprudenciales reseñadas, la ausencia de la indicación del tomador puede ser subsanada por otros elementos contenidos en el propio documento y que permiten respetar lo dispuesto por la

(2) V. el posterior comentario jurisprudencial de BAILLO, J., “La falta de indicación del tomador en las letras de cambio”, *RDBB* 55 (1994), en especial, pp. 759-761.

(3) V. la recopilación realizada por SÁNCHEZ LERMA, G.A./VALPUESTA GASTAMINZA, E., *Omisión del tomador en la letra de cambio*, Madrid (1996), p. 13; las posteriores de FARRANDO MIGUEL, I./CASTEÑAR CODINA, J., “De nuevo sobre los requisitos del libramiento de las letras de cambio (un examen jurisprudencial sobre la aplicación de la Ley Cambiaria y del Cheque de 1985”, *Aranzadi Civil*, número 5 (junio 1999), pp. 29 y 30, notas 93 a 100 y de AA.VV., *Práctica cambiaria* (coord. VALPUESTA), Barcelona 2000, pp. 31 a 37, en especial, p. 33: “... es ésta una de las materias en las que la jurisprudencia de las Audiencias se halla totalmente dividida...”.

(4) V., por todos, IGLESIAS PRADA, J.I., “El libramiento de la letra de cambio”, en AA.VV., *Derecho cambiario* (dir. MENÉNDEZ, A.), Madrid, 1986, p. 467, citando a Garrigues y a Uría.

Ley en cuanto a la legitimación del tomador de la letra. Así, la referencia a la letra librada a la propia orden permite entender que la letra ha estado siempre en poder del librador, hasta su presentación al pago en la fecha del vencimiento ⁽⁵⁾. Esta conclusión ha sido adoptada por numerosas sentencias ⁽⁶⁾. También podrá entenderse que estamos ante una letra librada a la propia orden cuando el librador aparece como el primer endosante, con lo que pudiera considerarse que el tomador posterior en razón de ese endoso quedó plenamente legitimado para el ejercicio del derecho incorporado en la letra (art. 19 de la LCCh) ⁽⁷⁾. Esta posibilidad ha sido vista con mayor recelo por nuestros Tribunales que aceptan la subsanación de la omisión del tomador en letras que no han circulado fuera del reducido ámbito subjetivo que configuran el librador y el librado ⁽⁸⁾, aun cuando ello no impida encontrar decisiones que también bajo esa circunstancia decidan superar la falta de designación del tomador.

II. LA ACTUALIZACIÓN DE LOS ARGUMENTOS

Tres son las decisiones jurisprudenciales que al hilo de lo que se ha apuntado permiten recuperar los argumentos jurisprudenciales esgrimidos en apoyo de cada una de las posturas que hemos enunciado, al tiempo que revelan la vigencia del problema.

a) La SAP Coruña de 24 de septiembre de 2002 expone de manera particularmente cuidada la cuestión al comenzar refiriéndose a la “*flexibilidad sanadora*” que lleva a una “*corriente minoritaria*” a superar la falta de designación del tomador, siendo éste el criterio acogido por el Juzgado de Primera Instancia en ese caso. El Tribunal coruñés se alinea a favor de lo que califica como corriente “*formalista*” e invoca tres argumentos para ello: (i) la literalidad del art. 1.6 de la LCCh; (ii) la letra “*es un mandato de pago de naturaleza abstracta caracterizada por la concurrencia necesaria del tomador quien da nacimiento a la obligación cambiaria y la independiza del librador, siendo cuestión distinta que la letra pueda girarse a la propia orden pues ello debe constar en el título, sin que la mera posesión legitime para su cobro como se infiere del art. 19 de la Ley Cambiaria*” y (iii) el art. 2 de la LCCh es un precepto de cierre que, “*juntamente con los arts. 3 y 12*”, no prevé remedio sanador de la

⁽⁵⁾ En la jurisprudencia, v. las sentencias que recogen AA.VV., *Práctica cambiaria*, pp. 32-33.

⁽⁶⁾ V. las citadas por FARRANDO/CASTAÑAR, *op. cit.*, pp. 29 y 30.

⁽⁷⁾ V. *Práctica cambiaria*, cit., pp. 33-35.

⁽⁸⁾ V. FARRANDO/CASTAÑAR, *op. cit.*, p. 30, notas 99 a 101.

falta de designación del tomador. Por ello, dicha Sentencia priva de eficacia cambiaria al documento que presenta ese vicio, por estimar esa postura “*más adecuada al rigor formal que justifica la fuerza en juicio de la letra*”, así como que no deben prosperar excepciones “*en base a consideraciones de equidad o a criterios de justicia material so pena de provocar una importante quiebra del principio de seguridad jurídica*”, todo ello sin perjuicio de admitir la consistencia de los argumentos que llevaron al Juez de Primera Instancia a la solución contraria.

La argumentación del Tribunal coruñés que hemos sintetizado admite matizaciones que ya han aflorado en las aportaciones doctrinales y jurisprudenciales contrarias a la solución formalista⁽⁹⁾. La literalidad del art. 1.6 no puede llevar a ignorar otras previsiones de la misma Ley que moderan la importancia de esa mención y, en consecuencia, la de su omisión. Siendo cierto que el libramiento a la propia orden se considera una cláusula potestativa de la letra [art. 4.a) de la LCCh], ello no significa que tal modalidad de giro sólo pueda afirmarse a partir de la literalidad del título, puesto que la posesión de la letra por el librador conduce a idéntica conclusión. La mera posesión no legitima para el cobro, como señala la sentencia. Es la mención como librador la que, en relación con la admisibilidad del libramiento a la propia orden, convierte a aquél en un portador legítimo, utilizando la misma expresión del art. 19 de la LCCh. Al igual que lo es quien, además de por la posesión de la letra, ve respaldada su legitimación por una “*serie no interrumpida de endosos aun cuando el último esté en blanco*” (según indica dicho precepto).

Por su parte, la idea según la cual la obligación cambiaria sólo nace por la mención del tomador tampoco resuelve la cuestión. Es cierto que no existe propiamente obligación del librador si en el ámbito cambiario no aparece un tenedor distinto, frente al que garantizar la aceptación y el pago (cfr. art. 11 de la LCCh). Pero eso no excluye que, precisamente por no llegar a entregar o endosar la letra a terceros, no exista otro deudor que el aceptante, y más acreedor de esa obligación que el propio librador y poseedor de la letra, siendo éste al que “*se ha de hacer el pago o a cuya orden se ha de efectuar*”.

Por último, no se atisba con claridad la utilidad de la vinculación entre el art. 2 de la LCCh, de un lado, y los artículos 3 y 12, de otro. El primero trata de la pluralidad de librados y el segundo de la vulneración de lo pactado en el marco de la relación subyacente con respecto a cómo se completó la letra. Ninguna de esas cuestiones enlaza de manera directa o indirecta con la omisión

(9) No deja de resultar paradójico que fuera la propia AP de La Coruña la que, en su precedente Sentencia de 29 de abril de 1999 (que invoca la SAP Madrid de 23 de septiembre de 2002 que comentamos en su FJ segundo) se alinea con esa corriente superadora del olvido del tomador.

de la mención del tomador que, obviamente, supone que la letra no llegó a completarse en ese extremo antes del vencimiento.

b) La postura adoptada por la SAP Almería de fecha 19 de febrero de 2003 contiene un razonamiento mucho más simple, y quizás por ello contundente: *“dado el espíritu rigorista y formalista de la Ley, que considera la designación del tomador como un requisito esencial”*, la falta de designación del tomador conduce a la *“nulidad del título”*.

c) Frente a las anteriores, la SAP Madrid (Sección 11.ª) de fecha 23 de septiembre de 2002 lleva a cabo un razonamiento expuesto con no menor detenimiento, para concluir que debía declararse la plena validez cambiaria de documentos en los que faltaba la designación del tomador. Para ello, al margen de traer a colación precedentes jurisprudenciales en igual sentido, toma en especial consideración que en la misma no existieran otras menciones que las referidas al librador y al librado y que la letra estuviera en la fecha de su vencimiento en poder del primero, lo que conduciría a entender que éste era el tomador y que la letra había sido girada a la propia orden. Posición que, por las razones que ya no procede repetir y que quedan, por otro lado, adecuadamente expuestas en la propia Sentencia, creemos que es acertada. No solo por ser la que enlaza con la (mejor) tutela del tenedor de la letra, sino por razones de buena fe. No creemos que resulta admisible que el pago se deniegue exacerbando la omisión de un elemento que resulta inútil en determinadas circunstancias, que además autorizan concluir que el aceptante estaba plenamente al corriente de quien era el tomador inicial de la letra, sea porque es quien la retiene y posteriormente presenta al cobro el día de su vencimiento, o sea porque aparece como el primer endosante de esa serie no interrumpida de endosos a la que se refiere el repetido art. 19 de la LCCh.

III. ¿UN SUPUESTO DE INTERÉS CASACIONAL?

Las anteriores consideraciones tenían como modesto propósito reseñar cómo el paso del tiempo, lejos de conducir a superar las dudas que al inicio de la vigencia y aplicación de la LCCh motivaba la falta de designación del tomador, contribuye a dar una mayor dimensión al problema. Las dudas que el supuesto plantea se ven incrementadas ante la división jurisprudencial. La corriente formalista y mayoritaria y su contraria y minoritaria corriente sanadora de esa omisión han sido acogidas por múltiples decisiones de nuestras Audiencias Provinciales, de manera que podemos afirmar que existe una clara división en los criterios aplicables a ese respecto. Establece el art. 477.3 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (LEC) que uno de los supuestos en donde se entiende que concurre interés casacional es aquel que arranca de que *“exista jurisprudencia*

contradictoria de las Audiencias Provinciales” ⁽¹⁰⁾. Así sucede en este caso, en donde resulta incluso sencillo acreditar en la forma requerida por el Tribunal Supremo la existencia de sentencias firmes de Audiencias Provinciales que acreditan la apuntada contradicción.

⁽¹⁰⁾ V. además los “Criterios sobre recurribilidad, admisión y régimen transitorio en relación con los recursos de casación y extraordinario por infracción procesal, regulados en la nueva LEC (Adoptados por los Magistrados de la Sala Primera del Tribunal Supremo en Junta General de 12 de diciembre de 2000)”, AC 13, 2001, en particular p. 463.

NOTICIAS

1. APROBACIÓN DEL REGLAMENTO Y DE LA DIRECTIVA SOBRE LA SOCIEDAD COOPERATIVA EUROPEA

Tras un largo proceso de elaboración, se han aprobado el Reglamento (CE) n.º 14.435/2003 del Consejo de 22 de julio de 2003 relativo al Estatuto de la sociedad cooperativa europea (SCE) y la Directiva 2003/72/CE del Consejo, de la misma fecha, por el que se completa el Estatuto de la sociedad cooperativa europea en lo que respecta a la implicación de los trabajadores (v. DO de la Unión Europea de 18-8-2002, L n.º 2007). Reglamento y Directiva que, aun cuando decimos han tenido un largo proceso de elaboración (su propuesta arranca de la Comisión el 18.12.1991) no puede compararse con la que sufrió el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea, cuyo Reglamento (CE) n.º 2157 de 8 de octubre de 2001 (publicado en el DO L n.º 294 de 10-11-2001) tuvo su origen en la propuesta de la Comisión de 24 de junio de 1970 y, aparte de su amplia extensión posteriormente reducida, comprendía la materia sobre la implicación de los trabajadores, que se excluiría del Reglamento para confiarla a la Directiva.

La lectura de estos textos sobre la sociedad cooperativa europea nos pone de manifiesto la influencia que sobre ellos han tenido los relativos a la sociedad anónima europea. Acercamiento necesario si se quiere potenciar el papel de las cooperativas como empresas. Tesis sugerida por el profesor Olivencia y por quien escribe estas líneas en un ambiente nada propicio en 1964 (v. Relaciones del régimen jurídico de las sociedades mercantiles y las cooperativas, en el libro *“El cooperativismo en la coyuntura económica actual”*, Madrid, 1964, 135 y ss.), que intenté desarrollar con más detalle en un trabajo posterior, partiendo del supuesto de que la cooperativa es una sociedad titular de una empresa, haciendo notar además que en la Ley 52/1974 de cooperativas se había producido esa aproximación a las sociedades mercantiles, tanto al establecer que las cooperativas tenían acceso al Registro Mercantil, pues los artículos 41 y 43 de esa ley exigían con carácter general la “toma de razón” e “inmatriculación” de esas sociedades en el Registro Mercantil, como por medio de la influencia que en su régimen había tenido la Ley de sociedades anónimas (*“Los conceptos de sociedad y de empresa en la Ley de cooperativas”*, *Libro homenaje a ROCA SASTRE*, III, Madrid, 1975, p. 493 y ss.).

El Reglamento comunitario que aprueba el Estatuto de la sociedad cooperativa europea (SCE), recogiendo las especialidades de la sociedad cooperativa, trata de situar a esta sociedad en condiciones de competencia con otras sociedades que actúan en el mercado de la Unión Europea. El régimen contenido en el Reglamento tiene, por la naturaleza del mismo, eficacia directa en todos los

Estados miembros, pero se ha de completar con la ley nacional. El dato relevante, como acontece en el Estatuto de la sociedad anónima europea, es el hecho del Estado miembro en el que la sociedad cooperativa europea fije su domicilio, que debe estar situado dentro de la Comunidad y en el mismo Estado en el que se encuentre su administración central. Las materias no reguladas total o parcialmente en el Reglamento habrán de regirse por la legislación que dicten los Estados miembros para la aplicación de las medidas comunitarias que se refieran específicamente a las sociedades cooperativas europeas y “por las leyes de los Estados miembros que fuesen de aplicación a una sociedad cooperativa constituida con arreglo a la legislación del Estado miembro en el que la SCE tenga su domicilio social” (v. art. 8). Esto da entender que será de aplicación, como complemento del Estatuto, la Ley 27/1999, de 16 de julio, de cooperativas, si bien la diáspora de leyes autonómicas en esta materia puede plantear problemas, al contener el Estatuto, como el de la sociedad anónima europea, el principio de no discriminación, en el sentido de que la SCE “recibirá en cada Estado miembro el mismo trato que una sociedad cooperativa constituida con arreglo a la legislación del Estado miembro en el que la SCE tenga su domicilio” (art. 9).

El Estatuto de la SCE, que en varios artículos se remite a la “legislación aplicable a las sociedades anónimas” (artículos 4, 5, 7, 10, etc.), establece su inscripción en el Registro Mercantil, y tiene una sistemática muy similar al Estatuto de la Sociedad Anónima Europea, porque la organización de la SCE es similar a la SE.

Cuando la sociedad cooperativa europea tenga un objeto social especial (bancario, de seguros, etc.) será de aplicación el régimen especial de estas sociedades.

Si el Estatuto de la SE entra en vigor el 8 de octubre del año próximo, el Estatuto de la SCE ha entrado en vigor a los tres días de su publicación en el DO, que se produjo el 18-8-2003. Ahora bien, la inscripción de estas sociedades en el Registro Mercantil requiere que la SCE haya llegado a un acuerdo de implicación de los trabajadores en virtud de lo previsto en la Directiva 2003/72/CE, con algunas salvedades en caso de fusión (v. art. 11). Esta Directiva declara que los Estados miembros “adoptarán las disposiciones legales, reglamentarias o administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la presente Directiva a más tardar el 18 de agosto de 2006 o garantizarán que, a más tardar en dicha fecha, los interlocutores sociales adopten las disposiciones necesarias mediante acuerdo; los Estados miembros deberán adoptar todas las disposiciones necesarias para poder garantizar en todo momento los resultados que impone la presente Directiva” (art. 16). Lo que deja abierta una posibilidad para poder anticipar la constitución en los Estados miembros de una SCE.

Fernando Sánchez Calero

2. REVISIÓN DE LAS APORTACIONES AL FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS EN COOPERATIVAS DE CRÉDITO

Como es conocido, las entidades de depósito están obligadas a contribuir por medio de aportaciones anuales a los respectivos Fondos de Garantía de Depósitos. En el caso de las Cooperativas de Crédito, la contribución anual venía siendo del 2 por 1000, de acuerdo con lo establecido en el Real Decreto-ley 12/1995, de 28 de diciembre. Compete al Ministerio de Economía reducir o revisar esas aportaciones, en especial cuando el fondo alcance una cuantía suficiente para el cumplimiento de sus fines, lo que se ha producido. De ahí que por medio de la Orden ECO/2801/2003, de 3 de octubre (v. BOE de 14 de octubre de 2003), el Ministerio de Economía haya acordado reducir la aportación de las Cooperativas de Crédito al Fondo de Garantía correspondiente fijándola en el 0,8 por 1000 de la base integrada por los depósitos cubiertos por la garantía del propio fondo.

Alfonso Guilarte Gutiérrez

3. APROBACIÓN DE LA DIRECTIVA SOBRE LOS REQUISITOS DE INFORMACIÓN CON RESPECTO A CIERTOS TIPOS DE EMPRESAS

Se acaba de publicar la Directiva 2003/58/CE, de 15 de julio de 2003, por la que se modifica la Directiva 68/151 CEE del Consejo en lo relativo a los requisitos de información con respecto a ciertos tipos de empresas (v. DOCE L n.º 221, de 4 de septiembre de 2003, p. 13 y ss.) de la que ya dimos noticia de la propuesta de modificación, que afecta parcialmente a la primera Directiva de sociedades [v. *RDBB* 88 (2002), p. 265] especialmente a su aplicación a las nuevas sociedades que se han tipificado a partir de su fecha de publicación, pero muy particularmente a la adecuación de la estructura registral a las nuevas tecnologías, que facilitan el almacenamiento de datos y sobre todo una agilidad en la publicación.

Nuestra opinión sobre la propuesta (véase el Dictamen emitido por el CESE, DO C 85 de 8 de abril de 2003, p. 13) era positivo, en cuanto que agiliza el sistema registral, y facilita la consulta de los interesados, a través de procedimientos más cómodos y de fácil acceso. No obstante y a pesar de la discusión que supuso alguno de los artículos modificados, la Comisión no ha alterado su contenido, de forma que puede considerarse que alguna de las objeciones hechas siguen siendo válidas, en tanto que la seguridad jurídica de todos los interesados puede verse perjudicada.

En primer lugar, se mantiene el régimen lingüístico establecido en el art. 3 bis, por el que se puede utilizar cualquiera de las lenguas reconocidas en cada Estado miembro, lo que supone una variedad de las mismas que dificulta una comprensión universal de la propuesta. Nuestra opinión es que se añadiera que esas leguas tenían que tener reconocimiento comunitario. En estos momentos la corriente lingüista en la UE es reduccionista, en el sentido de centrar los datos registrales en un solo idioma, el inglés. Así se ha mantenido respecto a la patente comunitaria, y a los demás signos de la propiedad intelectual.

Por otra parte, un tema de gran importancia es el que se establece en el art. 3 apartado 5, el efecto frente a terceros de buena fe: el establecimiento de un sistema de publicidad informático puede dificultar la prueba del conocimiento del acto inscrito por este motivo consideramos la necesidad de implantar un método de confirmación del acceso al Registro, que garantice la prueba de desconocimiento, aun después del período de los dieciséis días.

Tiene importancia la nueva redacción del art. 6, relativo a las sanciones, ya que incorpora la relativa a la no publicación de los documentos contables, tal y como viene exigido en las Directivas contables, modificadas recientemente (DOCE L 120, L 178, L 374, todos del 2003). También se tipifica la sanción por omisión de los datos obligatorios de identificación societaria, tanto en la inscripción como en el sitio Internet.

María Candelas Sánchez Miguel

4. LEY TIPO DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA (UNCTAD)

La Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) publicó en octubre de 2003 un documento con este título que contiene una nueva propuesta de Ley Tipo así como comentarios a cada uno de sus Capítulos, haciendo hincapié en los planteamientos alternativos de las diferentes legislaciones vigentes (TD/RBP/CONF.5/7/Rev.1, Publicación de las Naciones Unidas, n.º de venta 03.II.D.21, 2003, por el momento sólo en inglés, 86 pp.). El documento aparecerá en breve en los diferentes idiomas de trabajo de la organización mundial —entre ellos el español— en <http://r0.unctad.org/en/subsites/cpolicy/english/cpconf0900docs.htm>.

El 19 de febrero de 2003 se celebró en Ginebra una reunión especial de un grupo de expertos para revisar la ley tipo. El documento de que hablamos contiene una versión revisada de los posibles capítulos de la ley y comentarios a cada capítulo, habida cuenta de las observaciones recibidas de los Estados

miembros. También se recogen con gran minuciosidad las modificaciones recientes en las legislaciones nacionales. Por ejemplo, en 2002 se promulgaron nuevas leyes sobre la competencia en Brasil, Chile, Dinamarca, Irlanda, Namibia, Reino Unido y la República Unida de Tanzania.

El capítulo I trata de los objetivos o propósitos de la ley que consisten en controlar o eliminar los convenios o acuerdos restrictivos entre empresas, las fusiones y adquisiciones o el abuso de una posición dominante en el mercado, que restrinjan indebidamente la competencia y tengan efectos perjudiciales para el comercio nacional o internacional o el desarrollo económico. El capítulo II define la “empresa”; la “posición dominante en el mercado”; las “fusiones y adquisiciones”, insistiendo en que la vinculación de sociedades por medio de consejeros comunes es un modo de adquisición de control que ha de vigilarse eficazmente pues puede utilizarse como medio de eludir la legislación en materia de prácticas comerciales restrictivas (párrs. 124, 125 y 126) y el concepto de “mercado pertinente”. El capítulo III trata de los convenios y acuerdos restrictivos, prohibiendo los acuerdos de fijación de precios u otras condiciones de venta, la licitación colusoria, el reparto de mercados o clientela, las restricciones de la producción o las ventas, la negativa concertada a comprar o a suministrar, etc. Cabe autorizar estas prácticas si el servicio de defensa de la competencia llega a la conclusión de que el convenio en general redunda en un beneficio neto. El capítulo IV se ocupa del abuso de posición dominante, enumerando detalladamente los actos o conductas considerados abusivos. Se hace especial hincapié en las ventas vinculadas. Éstas ocurren cuando se subordina el suministro de determinados bienes o servicios a la compra de otros bienes o servicios del proveedor o de la persona designada por él. También se prevé una autorización de estas prácticas si se dan ciertos requisitos (notificación, información detallada y resolución en el sentido de que los actos son compatibles con los objetivos de la ley). El capítulo V se ocupa de la notificación, investigación y prohibición de fusiones que afectan a mercados poco competitivos. El VI de la notificación por parte de las empresas, efectuada por las partes interesadas, por una o varias de ellas o por cualquier persona debidamente autorizada para actuar en nombre de las partes. Se dejan por el momento en blanco los plazos de días o meses para notificar. De las relaciones entre la autoridad de defensa de la competencia y los organismos reguladores, incluidos los sectoriales, se ocupa el capítulo VII. Toda regulación económica y administrativa por el poder ejecutivo central o local, especialmente cuando esa regulación se refiera a sectores en que se prestan servicios de infraestructura, debería estar sometida a un proceso de examen transparente por los organismos de defensa de la competencia antes de aprobarse (véanse sobre esta cuestión los párrs. 133 y ss.). En el capítulo VIII se pone de manifiesto que en algunos países la legislación sobre protección del consumidor es independiente de la legislación de prácticas comerciales restrictivas (como ocurre, por ejemplo, en España). El organismo

encargado de la aplicación de la ley, su organización así como sus funciones y facultades se estudian con detalle en los capítulos IX y X. Se comentan las soluciones adoptadas en los diferentes países, muy variadas por lo que se refiere a número de miembros, duración del mandato, etc. Se aclara que en la mayoría de los organismos creados en los últimos tiempos (generalmente en países en desarrollo y en transición) existe la tendencia a concederles la mayor independencia administrativa posible. Esta característica es muy importante porque protege a esos organismos de la influencia política (párr. 161). El capítulo XI se ocupa de las sanciones y medidas de reparación. Entre las sanciones se enumeran las multas, la prisión, las órdenes de cese, la venta o liquidación de activos en relación con fusiones o adquisiciones ya realizadas, etc. Por último, los capítulos XII y XIII tratan respectivamente de los recursos y de la acción de resarcimiento de daños y perjuicios.

Merecen especial referencia las notas que figuran al final donde puede encontrarse información detallada sobre disposiciones concretas de determinados países y referencias jurisprudenciales de EE.UU., la UE y el Reino Unido. Es interesante también el Anexo II donde se enumeran los regímenes de notificación de fusiones en el mundo. Se clasifican los países en aquéllos que tienen un régimen de notificación obligatoria antes del cierre —los más numerosos—, los de régimen de notificación obligatoria después del cierre —entre los que se cuenta España— y los de régimen de notificación voluntaria. Francia ha pasado recientemente al sistema de notificación obligatoria. El Anexo III especifica para algunos países seleccionados cuándo se debe notificar y en qué plazo, los plazos de aprobación, el motivo en que se funda la aprobación y las sanciones. La información es muy completa en este particular.

En definitiva, el documento nos ofrece no sólo un texto que en el futuro puede llegar a ser una Ley Tipo de Defensa de la Competencia sino también interesantes comentarios de gran número de países explicando soluciones alternativas y abundante información sobre lo que existe hoy en el mundo en materia de prácticas restrictivas de la competencia, abuso de posición dominante y concentraciones.

María Gómez Mendoza

5. MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN DEL COMITÉ DE AUDITORÍA

El artículo 47 de la Ley 44/2002 sobre reforma del sistema financiero introdujo una Disposición Adicional Decimoctava a la Ley 24/1988, de 28 de julio, reguladora del Mercado de Valores consistente en la obligación de consti-

tuir las sociedades anónimas cotizadas un Comité de Auditoría. Ciertamente las sociedades que estaban obligadas a constituir este Comité se delimitaban diciendo que eran “las sociedades emisoras de valores cuyas acciones u obligaciones estén admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales de valores”. El Proyecto de Ley de medidas fiscales, administrativas y de orden social (v. BOCG del Congreso de los Diputados, Serie A, núm. 174-1, de 16 de octubre de 2003), en su artículo 65 da una nueva redacción de la referida Disposición Adicional Decimoctava de la Ley del Mercado de Valores.

Sobre el alcance y significado de la introducción en nuestro ordenamiento del Comité de Auditoría de las sociedades cotizadas me ocupé en el artículo “Líneas generales del régimen del Comité de Auditoría de las sociedades cotizadas”, publicado en esta Revista (*RDBB* 89, 2003, pp. 191 a 218). El Proyecto de Ley de Medidas etc. modifica, como decimos, ese régimen en el sentido de ampliar la obligación de constituir tal Comité de Auditoría a todas las “entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios cotizados de valores”. Como ha sucedido en la llamada Ley de Transparencia 23/2003, de 17 de julio, una determinada disciplina surgida en el campo del Derecho societario se extiende a otros ámbitos, de modo particular, a las Cajas de Ahorro. Pero en el caso del Comité de Auditoría esta expansión quiere ir más allá en cuanto que tal obligación pesa, de seguir la letra del artículo 65 proyectado, sobre toda “entidad emisora de valores admitidos a negociación en mercados secundarios”, siendo difícil conocer si existe alguna clase de entidad emisora exceptuada. Parece, según se deduce claramente del apartado 5.º de la nueva Disposición Adicional Decimoctava, que no se ha querido limitar la ampliación a las Cajas de Ahorro, pues en tal apartado se nos dice que “en las Cajas de Ahorro que emitan valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, las funciones del Comité de Auditoría podrán ser asumidas por la Comisión de Control”. Asunción de funciones que plantean la duda de si la constitución de la Comisión de Control, que tiene la facultad pero no la obligación de asumir esas funciones (nótese que el texto del Proyecto nos dice que “las funciones del Comité de Auditoría *podrán ser asumidas por la Comisión de Control*”), se ve alterada por las normas contenidas sobre la estructura del Comité de Auditoría. Dudas que quizá en el breve trámite del Proyecto de Ley queden resueltas.

Se advierte que, dejando al margen los apartados primero (relativo a las entidades obligadas a constituir el Comité de Auditoría) y el apartado quinto (referente a la asunción de las funciones en las Cajas de Ahorro por la Comisión de Control) a los que hemos aludido, el nuevo texto mantiene en su esencia la competencia del Comité de Auditoría, si comparamos el antiguo apartado 2.º contenido en la redacción de la Ley 44/2002 con el apartado 4.º proyectado. alguna alteración se advierte en la composición del Comité de Auditoría, cuyos

miembros deben ser nombrados “por el Consejo de Administración u órgano equivalente de acuerdo con la naturaleza jurídica de la entidad”, cuando se precisa que en su mayoría deberán ser consejeros no ejecutivos del Consejo de Administración o de ese órgano, y a continuación se añade que se asimilan a los miembros que posean funciones ejecutivas o directivas en la entidad, que habrán de encontrarse en una situación minoritaria dentro del Comité de Auditoría, aquellos que mantengan una “relación contractual distinta de la condición por la que se les nombre”. También sufre una ligera variación el apartado 3.º del artículo proyectado al referirse al Presidente del Consejo de Auditoría en el sentido de que, manteniéndose el principio de que debe ser designado de entre los Consejeros no ejecutivos, se asimila a éstos los miembros que no posean una función directiva o ejecutiva en la entidad ni mantengan relación contractual distinta de la condición por la que se les nombre.

Entendemos que la nueva Disposición proyectada es una manifestación más del desplazamiento, con frecuencia no suficientemente meditado, del Derecho de Sociedades por el Derecho del Mercado de Valores.

Fernando Sánchez Calero

6. INFORME DEL BANCO CENTRAL EUROPEO SOBRE LA PROPUESTA DE DIRECTIVA SOBRE FOLLETO INFORMATIVO

A comienzos del presente año 2003 las instituciones comunitarias aprobaron una primera versión de la Propuesta de Directiva sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, que viene a modificar la Directiva 2001/34/CE (v. DOCE C n.º 125 de 27 de mayo de 2003, p. 21 y ss.). El Banco Central Europeo (BCE) ha emitido en fecha reciente su dictamen con respecto a la indicada Propuesta de Directiva, que contiene algunas afirmaciones de particular interés (v. DOCE C n.º 242, de 9 de octubre de 2003, p. 6 y ss.).

Comienza el dictamen del BCE poniendo de manifiesto que la Propuesta de Directiva se integra en el conjunto de medidas normativas que previstas en el Plan de acción en materia de servicios financieros, tienen por finalidad mejorar la eficiencia y competitividad de los mercados financieros europeos, tomando en especial consideración la situación de los mercados internacionales con los que tal competencia se establece. Al igual que sucede con el Reglamento en materia de aplicación de las normas internacionales de contabilidad y con la Directiva sobre el abuso del mercado, la modernización de la disciplina del

folleto informativo resulta un elemento esencial desde el punto de vista europeo como instrumento de armonización, tomando en consideración, además, que estamos hablando de una Propuesta de Directiva que apunta a la adopción de medidas en materias cuya importancia se viene subrayando de manera intensa a lo largo de estos últimos años. En efecto, la mejora de la información financiera que se vincula con el concepto de transparencia, la revisión de las normas en materia de contabilidad y su adaptación a las llamadas NICs, las obligaciones periódicas de información y la traslación de datos relativos a las participaciones significativas en las sociedades cotizadas son algunos de esos puntos fundamentales en la regulación de cualquier mercado de valores.

El BCE considera que la Propuesta de Directiva conlleva distintas ventajas. Todas ellas tienen como denominador común el de la información como instrumento esencial de un correcto funcionamiento de los mercados de valores. No es sólo que se invoque con carácter general y un tanto retórico la eficiencia, sino que es evidente que a mayor información, menor incertidumbre, se producirán una reducción de las distorsiones ocultas y una más correcta formación de los precios y todo ello, en definitiva, supone incentivar que los inversores tengan confianza en el sistema financiero europeo en su conjunto, elemento éste de la confianza que recientes escándalos han afectado en perjuicio del normal funcionamiento de los principales mercados mundiales.

Para las empresas que acuden a esos mercados, que exista una mayor exigencia de información tiene también efectos positivos indudables. Evidentemente, porque a una mayor transparencia informativa se corresponde una más sencilla y eficiente asignación de recursos en aquellas sociedades que convienen con ese esfuerzo informativo a los inversores y que, así, reducen considerablemente los costes de capital.

También la progresión en el régimen informativo de los mercados de valores europeos tendrá efectos para la estabilidad financiera, puesto que a los inversores se les facilita la capacidad de vigilar y evaluar a las sociedades cotizadas, al tiempo que se reduce la posibilidad de que por una actuación opaca de estas sociedades o por una insuficiente exigencia informativa a las mismas, se lleguen a producir situaciones de crisis y escándalos cuya tardía revelación no permite una reparación suficiente de los daños que provocan para la confianza en el buen funcionamiento de esos mercados. Igualmente, la armonización en los requisitos informativos de los mercados europeos va a fomentar una mayor inversión transfronteriza, impulsada sin duda por la certidumbre de que los requisitos en materia de transparencia y de contabilidad son comparables en cada uno de los Estados europeos.

El BCE defiende en su dictamen que no debe ser aplicable a los Bancos Centrales y al propio BCE la nueva Directiva. No aplicación que alcanza senci-

llamente a algunas disposiciones en la medida en que pudieran afectar al ejercicio por parte de los Bancos Centrales de algunas de las funciones que tienen atribuidas.

Con respecto a los informes financieros semestrales, el dictamen del BCE advierte de la no exigencia por parte de la Propuesta de Directiva de que esos informes financieros semestrales se sometan a auditoría obligatoria. Aquí existe, según pone de manifiesto el repetido dictamen, una discrepancia entre los sistemas vigentes en los distintos Estados miembros, toda vez que en algunos de ellos esa auditoría obligatoria ya está establecida. De ahí que tienda el dictamen a la solución sin duda más favorable para la transparencia de los mercados y que consiste en extender a todos esa auditoría obligatoria que ya rige en algunos de los Estados miembros.

Por lo que se refiera a la información financiera trimestral, que ya es habitual en muchos mercados europeos, el dictamen del BCE se limita a recomendar que dicha información contenga aquellos datos que puedan ser considerados como más importantes para los inversores, que por otro lado es notorio que han convertido esos informes trimestrales en una de las principales herramientas para el seguimiento de las sociedades cotizadas. Sin embargo, el dictamen es plenamente consciente de que por la brevedad del plazo que se impone para el suministro de información a las sociedades cotizadas, el contenido de esta información debe reducirse de una forma razonable para no suponer una carga informativa excesiva para las sociedades afectadas.

Particular mención merece también el problema de la aplicación de las normas contenidas en la Propuesta de Directiva a aquellas sociedades cotizadas que por su estatuto personal ya tienen que cumplir determinadas obligaciones financieras. Es evidente que se está pensando aquí en lo que globalmente cabe denominar como entidades financieras, es decir, entidades de crédito, aseguradoras, etc. El BCE toma en consideración la necesidad de no solapar distintos regímenes informativos que sitúen a esas entidades ante una amplia relación de deberes informativos excesivamente agobiantes. De ahí que el BCE advierta que para aquellas entidades financieras cuyos valores coticen en Bolsa, la Comisión debería llevar a cabo una comprobación tendente a alcanzar una mayor uniformidad entre las exigencias de información de las distintas legislaciones en cada uno de los distintos Estados miembros.

También es muy interesante la observación que el BCE hace con respecto a las autoridades competentes. El punto de partida lo da el hecho de que cada vez son más las autoridades responsables de determinados mercados de valores que se transforman en entidades con fines de lucro (adoptan la forma de una sociedad mercantil e incluso sus valores también cotizan en Bolsa). A partir de ahí, lo que plantea el BCE es la conveniencia de encontrar una adecuada regulación

para abordar y solucionar los conflictos de interés que pudieran surgir precisamente entre las autoridades y las sociedades cotizadas sometidas a la supervisión de aquéllas.

Menor importancia desde un punto de vista sustantivo pero no desde el de la armonización del ordenamiento europeo tiene la petición del BCE de que determinadas informaciones sobre participaciones significativas se faciliten de acuerdo con las normas estadísticas europeas que fueron aprobadas y que integran el sistema europeo de cuentas nacionales y regionales, así como también la existencia de una red electrónica integrada o única que permita acceder en el ámbito de todos los Estados miembros a las informaciones que de acuerdo con el folleto deben facilitar las sociedades cotizadas. En definitiva, pues, con esta última medida lo que se viene es a plantear la utilidad que las nuevas tecnologías tienen también como instrumento de información en un ámbito transnacional para todos los interesados en el seguimiento de las sociedades cotizadas.

Christi Amesti Mendizábal

7. SENTENCIA DE LA SALA TERCERA DEL TRIBUNAL SUPREMO SOBRE SANCIÓN A UNA SOCIEDAD DE VALORES POR NEGOCIACIÓN POR CUENTA PROPIA CON LOS TITULARES DE LAS CARTERAS QUE GESTIONA

1. Que el contrato de gestión discrecional de carteras de inversión resulta potencialmente peligroso para los inversores y, en consecuencia, eventualmente litigioso es una circunstancia que ya anunciábamos en 1995 (en nuestra obra *El Contrato de Gestión de Carteras de Inversión*, Madrid, 1995, p. 41 y ss.) y que la práctica reciente confirma tanto en nuestro Derecho como en el Derecho comparado (en este sentido, nos hemos referido a las decisiones más relevantes de la jurisprudencia civil en la materia en “Gestión de carteras de inversión”, en Zunzunegui, F., Coord., *Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil*, Madrid, 2001, p. 447 y ss.). En concreto, nuestro Tribunal Supremo se ha pronunciado sobre dicho contrato tanto con ocasión de demandas civiles (la Sala 1.^a) como a resultas de recursos contencioso-administrativos contra sanciones impuestas principalmente por el Ministro de Economía (la Sala 3.^a).

2. En este último sentido, damos noticia de la Sentencia de la Sala 3.^a del Tribunal Supremo de 4 de abril de 2003 (ver *La Ley* 2003/1596) que desestimó el recurso de casación interpuesto por CLAIS ASESORES, S.A. (antes EURO-CAPITAL, SOCIEDAD DE VALORES Y BOLSA, S.A.) contra la Sentencia

de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional de 21 de octubre de 1997 que, a su vez, había desestimado el recurso contencioso-administrativo interpuesto por dicha Sociedad contra sendas Órdenes del Ministro de Economía y Hacienda de 11 de enero y 19 de abril de 1993 que impusieron a EUROCAPITAL cuatro sanciones económicas por la comisión de infracciones muy graves tipificadas en la letra l) del art. 99 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores (en adelante, LMV).

3. La base fáctica del recurso partió de los siguientes hechos probados:

a) EUROCAPITAL suscribió sendos contratos de gestión de cartera el 9 de julio de 1990 con una persona física y el 23 de julio de 1990 con una sociedad anónima. A resultas de diversas operaciones realizadas por la sociedad de valores sobre acciones de INMOBILIARIA ALCÁZAR, cotizadas en la Bolsa de Valores de Madrid entre las carteras cuya gestión tenía confiadas y su propia cartera, se produjeron pérdidas para las primeras y beneficios para ésta última.

b) El Ministro de Economía y Hacienda, por Orden de 11 de enero de 1993, sancionó a EUROCAPITAL por la comisión de dos infracciones muy graves tipificadas en la letra l) del art. 99 de la LMV en relación con el art. 71.j) de la misma LMV (en su redacción vigente en 1990). Por Orden de 19 de abril de 1993, el Ministro desestimó el recurso de reposición interpuesto contra el anterior.

c) Interpuesto recurso contencioso administrativo contra las anteriores Órdenes sancionadoras, la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional, en Sentencia de 21 de octubre de 1997, lo desestimó.

d) Recurrida la anterior Sentencia en casación, la Sala 3.^a del Tribunal Supremo desestimó el recurso por Sentencia de 4 de abril de 2003.

4. La sustancia del litigio gira en torno al incumplimiento, por la sociedad de valores sancionada, de la prohibición que afecta a tales sociedades de negociar por cuenta propia con el titular de los valores objeto de la gestión. Esta prohibición se contenía en la letra j) del art. 71 de la LMV en su redacción originaria de 1988 que señalaba que las sociedades de valores, fueran o no miembros de Bolsa, podían desarrollar, entre otras, la actividad de “gestionar carteras de valores de terceros, en cuyo caso no podrán negociar por cuenta propia con el titular de los valores objeto de la gestión”. La letra l) del art. 99 de la LMV tipificaba como infracción muy grave “la inobservancia por las sociedades y agencias de valores de lo previsto en los artículos 66, 69, 71, 72 y 75”.

5. En la redacción vigente de la LMV la prohibición originariamente incondicionada ha sido matizada, y así el art. 70.3.b) establece que “las socieda-

des de valores que presten el servicio de gestión de carteras de inversión, o que participen en el capital de una sociedad gestora de carteras u otra entidad que preste dicho servicio, sólo podrán negociar por cuenta propia con los titulares de los valores gestionados por ésta, cuando quede constancia explícita, por escrito, de que éstos últimos han conocido tal circunstancia antes de concluir la correspondiente operación”. En relación con lo anterior, la letra l) del art. 99 de la LMV tipifica como infracción muy grave “la inobservancia por las empresas de servicios de inversión de las obligaciones previstas en las letras a, b, c, g y h del n.º 1 del artículo 70, así como de las limitaciones y reglas previstas en los números 2, 3 y 4 del citado artículo y, en su caso, de las personas o entidades a que se refiere el artículo 65.2”.

6. Sin embargo, conviene tener en cuenta que la doctrina sentada por la Sentencia de la Sala 3.ª del Tribunal Supremo de 4 de abril de 2003 no abarca los distintos aspectos de la infracción señalada porque el recurso de casación se limitó a censurar la Sentencia de instancia exclusivamente en cuanto que la Sala *a quo* consideró ajustado a Derecho el importe de dos de las cuatro sanciones de multa; sin que existiera debate sobre la comisión de los hechos, la antijuridicidad de las conductas, su tipicidad, la culpabilidad de la persona jurídica sancionada ni el grado medio en que se fijó la sanción pecuniaria. Por ello, la discrepancia de la recurrente se limitó a la cuantía del beneficio obtenido por EURO-CAPITAL como resultado de las operaciones constitutivas de dos de las cuatro infracciones en el sentido de considerar que la Sala de procedencia apreció de modo arbitrario o prescindiendo de datos y conceptos que figuran en el mismo, el dictamen pericial aportado. Y la Sala 3.ª del Tribunal Supremo desestimó el recurso por considerar que la Sala de instancia no ignoró el contenido circunstanciado del dictamen sino que lo consideró insuficiente para aceptar una cifra de beneficios distinta de la que la Administración fijó como base de cómputo de la sanción.

7. En conclusión, la Sentencia incide en un aspecto práctico de enorme importancia para los litigios derivados de contratos de gestión de carteras, cual es la determinación técnica de los daños y perjuicios sufridos por los inversores demandantes (en los pleitos civiles) o de los beneficios obtenidos por los intermediarios (en determinadas sanciones administrativas). Y la importancia de este aspecto procesal viene dada tanto por la complejidad y multiplicidad de operaciones de compraventa de valores que se producen en ejecución de los contratos de gestión como por la necesidad de acreditar pericialmente los perjuicios sufridos y los beneficios obtenidos.

Alberto Javier Tapia Hermida

8. COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN AL CONSEJO Y AL PARLAMENTO: “REFUERZO DE LA AUDITORÍA LEGAL EN LA UE”

La Comisión viene considerando desde 1996 la necesidad de reflexionar sobre la función y características de los auditores de cuentas. Desde el Libro Verde se vio la necesidad de que la Octava Directiva se modificara con el fin de armonizar las distintas disposiciones nacionales sobre la materia, de ahí que se hayan dado dos Recomendaciones de la Comisión, una sobre El control de calidad de la auditoría legal de la UE, en noviembre del 2000, y otra sobre La independencia de los auditores de cuentas en la UE, en mayo del 2002. Actualmente la situación se ha acelerado en tanto se ha demostrado, a nivel internacional, que el refuerzo de la reglamentación jurídica de los auditores se hace necesario para mantener la confianza de los inversores en el mercado interior de la UE.

La presente Comunicación pretende establecer un calendario de prioridades a fin de, por un lado, reforzar el régimen legal de auditorías, y por otro integrar esta normativa en un régimen más amplio de la gobernanza corporativa de las sociedades mercantiles.

Para ello ha establecido dos tipo de prioridades:

A corto plazo (2003 a 2004):

- Modificación de la Octava Directiva de sociedades (84/253/CEE) en el primer trimestre del 2004, que aclarará la posición del auditor, especialmente mediante la modificación del actual art. 4, estableciendo los requisitos de acceso y formación, así como su independencia y responsabilidad.
- Se propone la creación de un Comité regulador de las auditorías, que sustituya al actual Comité Consultivo.
- Reforzar el control público sobre la profesión de auditores, para ello se incluirán dentro de la Octava Directiva los requisitos necesarios para coordinar los actuales sistemas nacionales, a la vez que se definirá un mecanismo de coordinación en el ámbito de la UE.
- Todo ello se verá reforzado con la exigencia legal de aplicación de las NIA, como normas internacionales, que también se incluirán en la Octava Directiva.

A medio plazo (2004 a 2006):

- Modificación del actual régimen disciplinario de los auditores, teniendo en cuenta los resultados del estudio efectuado por la Comisión en el 2001 (“A study on systems of civil liability of statutory auditors in the context of a Single Market for auditing services in the European Union”) y que incluyen el régimen de responsabilidad en un sistema más amplio de responsabilidad civil de los regímenes nacionales.
- Hacer transparentes las empresas de auditoría, en especial sus relaciones con redes internacionales, de forma que siempre se exija como requisito en la constitución mencionarlo en las escrituras.
- Se pretende consolidar los comités de auditoría con los órganos de las sociedades auditadas, de forma que se consoliden las relaciones dentro del marco de la llamada gobernanza corporativa. Se destaca su inclusión dentro del control interno de su actuación profesional.
- La modificación de la actual Octava Directiva facilitará el establecimiento de las empresas de auditoría, para ello se cuenta con la elaboración de un Informe por la Comisión que estudie la estructura y acceso a dicho mercado.
- Por último, se modificará el régimen de responsabilidad de los auditores. El Comité de Auditoría de la UE estuvo de acuerdo en hacer responsable a los auditores de los errores que cometan en el ejercicio de su actividad, no obstante se mostró preocupado con el régimen de responsabilidad solidaria e indefinida. La Comisión, a este respecto, considera innecesaria cualquier modificación del régimen de responsabilidad, aunque no se descarte el examen de su impacto económico, especialmente el coste de los seguros.

Un tema destacable es la incorporación de aspectos internacionales a la estrategia fijada por la Comisión, para la aplicación del régimen de auditoría en la UE. La proclamación de la Ley Sarbanes-Oxley y las medidas aplicables por la Comisión de la Bolsa de Valores (SEC) y por la Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) se consideran relevantes a la hora de modificar la Octava Directiva, sin embargo se da cierta preocupación entre las autoridades de la UE, en cuanto no se puede permitir que exista un mercado transatlántico de capitales, sin que se dé un reconocimiento mutuo de equivalencia de sistemas reguladores de calidad, ya que EE.UU., hasta el momento, no lo realiza. Además se sigue exigiendo a las empresas europeas de auditoría su registro en el PCAOB de EE.UU. antes de abril del 2004.

María Candelas Sánchez Miguel

9. MEMORIA DEL SERVICIO DE RECLAMACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA 2002

El Banco de España ha publicado recientemente la Memoria de su Servicio de Reclamaciones correspondiente al año 2002. La Memoria respeta la estructura que ya se ha convertido en tradición en la exposición de los resultados de la actividad del Servicio de Reclamaciones, sobre todo a través de la ordenación de los informes favorables al reclamante en ocho grupos distintos en atención a la naturaleza de las operaciones o contratos con respecto a los que se plantea. Además del detalle del criterio adoptado en cada uno de esos ámbitos específicos, la Memoria incorpora una muy interesante información estadística, dentro de sus primeras páginas, y una no menos interesante recopilación dentro de su capítulo IV, que titula como “Criterios de interés general”. Son criterios que tienen una gran importancia para la contratación bancaria y para la instrumentación de los contratos y operaciones, en la medida en que van recogiendo los puntos más conflictivos en la relación entre las entidades y los clientes y el criterio que se viene sustentando a la hora de resolver esos conflictos.

De la Memoria correspondiente al ejercicio 2002 nos permitiremos destacar dos aspectos al hilo de su propia presentación. El primero se refiere a la evolución legislativa reciente, en la que destaca la adopción a finales del año 2002 de la llamada Ley Financiera o Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, que incidió de manera muy específica sobre la defensa de la clientela. Se han producido otras iniciativas legislativas de menor rango, que provocan que en el ámbito de la defensa de la clientela se cuente ya con un muy importante material informativo.

El otro aspecto que nos parece sumamente interesante es la utilidad que va adquiriendo la página *web* del Banco de España como un cauce de conocimiento por todos los interesados de los criterios que se vienen barajando en las reclamaciones ante el Servicio. Así lo destaca la presentación de la Memoria que llega a subrayar el dato revelador de que en algún mes el acceso a través de *internet* a la Memoria del Servicio ha superado las 15.000 consultas. En suma, parece que el Servicio de Reclamaciones ve consolidada cada vez en mayor medida la función esencial que le fue atribuida ya hace varios decenios con vistas a la mejor defensa de la clientela bancaria.

Alfonso Guilarte Gutiérrez

10. LA DIRECTIVA 2003/41/CE SOBRE LOS FONDOS DE PENSIONES DE EMPLEO

1. Objetivos de la Directiva 2003/41/CE.

En el DOUE de 23 de septiembre de 2003 se ha publicado la Directiva 2003/41/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de junio de 2003, relativa a las actividades y la supervisión de fondos de pensiones de empleo, cuyos mandatos deben ser incorporados al Derecho interno de los Estados miembros antes del 23 de septiembre de 2005, con ciertas excepciones que permiten diferir algunas adaptaciones (art. 22).

La Directiva parte de la base de que los fondos de pensiones ofrecen una perspectiva doble porque:

a) Por un lado, son entidades financieras de la máxima importancia, actuando, en concreto, como inversores institucionales básicos en los mercados de valores. De ahí que esta Directiva se incluya en el plan de acción en materia de servicios financieros aprobado por el Consejo Europeo en su reunión de Lisboa de 23 y 24 de marzo de 2000 que establecía la necesidad de consecución del mismo antes de finales de 2005 (ver considerandos 1 a 4).

b) Por otro, son instituciones de previsión social complementaria a los sistemas de pensiones públicos establecidos en cada Estado miembro. En particular, dentro del esquema de los tres pilares de los sistemas de pensiones estatales, los fondos de pensiones de empleo, sectoriales o promovidos por las empresas y las entidades de seguro de vida se incluyen en el contexto del segundo pilar (ver considerandos 5 a 10). En este sentido, y partiendo del principio de subsidiariedad y la naturaleza de las prestaciones de los regímenes de seguridad social, los Estados miembros podrán establecer que si los empleadores y empleados o sus respectivos representantes así lo acuerdan, se ofrezca a los partícipes la opción de cobertura por vejez y por discapacidad y prestaciones para los supérstites dependientes, como garantías adicionales (art. 9.2).

Una vez ubicados los fondos de pensiones de empleo como entidades financieras con una función esencial de protección social, los objetivos de la Directiva son: inversión financiera segura y eficaz; libre elección de administradores y depositarios de activos; competencia equitativa entre todos los proveedores de servicios; facilitación de las actividades transfronterizas; protección de los beneficiarios actuales y futuros; instauración de un mercado único de servicios financieros y, en particular, establecimiento de un mercado único de sistemas complementarios de pensiones. Estos objetivos deberán conseguirse mediante el establecimiento de un ámbito de aplicación que no interfiera en

la organización de los sistemas de pensiones de los Estados miembros, garantice la coherencia con otros instrumentos de legislación sobre servicios financieros y tenga en cuenta la diversidad nacional, al tiempo que garantiza un nivel de protección elevado.

2. Ámbito de aplicación de la Directiva 2003/41/CE.

La Directiva establece las normas relativas al acceso y al ejercicio de las actividades realizadas por los fondos de pensiones de empleo (art. 1), considerando como tales toda institución que, con independencia de su forma jurídica, opere mediante sistemas de capitalización, sea jurídicamente independiente de la empresa promotora o sector y cuya actividad consista en proporcionar prestaciones de jubilación en el contexto de una actividad laboral sobre la base de un acuerdo o contrato de trabajo [art. 6.a)]. Sobre esta base, la Directiva parte de elementos subjetivos y objetivos bien conocidos en nuestro propio sistema, como son los planes de pensiones, las prestaciones de jubilación, las empresas promotoras, los partícipes y beneficiarios, etc. (art. 6).

Por otro lado, la Directiva también se aplicará a los fondos de pensiones de empleo que gestionen esquemas obligatorios de pensiones vinculados a la seguridad social en relación a sus actividades de previsión ocupacional para la jubilación que no tengan carácter obligatorio (art. 3). Asimismo, los Estados miembros de origen podrán aplicar determinados preceptos sobre condiciones de ejercicio y normas de inversión a las actividades de prestaciones ocupacionales de jubilación desarrolladas por las entidades aseguradoras del ramo de vida (art. 4).

Se excluyen automáticamente del ámbito de aplicación de la Directiva las instituciones que gestionen sistemas de seguridad social, que actúen mediante sistemas de reparto, que utilicen sistemas de fondos internos, etc. (art. 2); y los Estados pueden excluir facultativamente determinados fondos de pensiones de empleo de reducida dimensión así como fondos de pensiones obligatorios por mandato legal (art. 5).

3. Condiciones de acceso de los fondos de pensiones de empleo.

La Directiva 2003/41/CE establece dos tipos de condiciones de acceso a la actividad de los fondos de pensiones de empleo:

a) Una condición estructural, consistente en la separación jurídica entre la empresa promotora y el fondo de pensiones de empleo al objeto de que, en caso de quiebra o concurso de la primera, los activos del fondo estén protegidos en interés de los partícipes y beneficiarios (art. 8).

b) Una condición funcional, consistente en que los fondos de pensiones de empleo limiten sus actividades a las operaciones relacionadas con las prestaciones de jubilación y otras actividades derivadas de las mismas (art. 7).

4. Condiciones de ejercicio de los fondos de pensiones de empleo.

La Directiva 2003/41/CE establece un conjunto de condiciones de ejercicio de la actividad de los fondos de pensiones de empleo, que pueden ser reforzadas por cada Estado miembro (art. 9.3) y que afectan a los siguientes aspectos:

a) A la autorización o registro por las autoridades responsables de la supervisión, haciendo constar los Estados miembros de acogida en los que desarrollen, en su caso, las actividades transfronterizas [art. 9.1.a)].

b) A la gestión de los fondos, exigiendo la honorabilidad, cualificación y experiencia profesional de sus gestores [art. 9.1.b)] y el establecimiento de una adecuada organización administrativa y contable y de procedimientos de control interno adecuados (art. 14.1). A tal efecto, debe tenerse en cuenta que cada Estado miembro podrá permitir o exigir a los fondos de pensiones de empleo que encomienden su gestión, en todo o en parte, a otras entidades que actúen en su nombre (art. 9.4) y que, en relación con esta gestión de activos por terceros, los Estados miembros no podrán restringir el derecho de los fondos a nombrar como gestores de sus inversiones o como depositarios de sus activos a las entidades que gocen de la pertinente autorización conforme a las Directivas bancarias, mobiliarias o aseguradoras (art. 19).

c) A la transparencia de los fondos de pensiones de empleo que se proyecta en dos direcciones:

- Hacia sus partícipes y beneficiarios, a quienes deben proporcionar información sobre sus derechos y obligaciones, los riesgos financieros, técnicos o de otro tipo vinculados a las prestaciones y la naturaleza y distribución de dichos riesgos [art. 9.1.c) y f) y art. 11].
- Hacia las autoridades de supervisión competentes a quienes deben suministrar información periódica de carácter técnico-actuarial y que pueden realizar actuaciones de supervisión e inspección (art. 13).

d) A las garantías financieras de estos fondos de pensiones de empleo, que deben contar con las pertinentes provisiones técnicas relativas a cada uno de los planes de pensiones integrados [art. 9.1.d) y arts. 15 y 16], con los activos adicionales a las anteriores provisiones en concepto de fondos propios cuando asuman riesgos biométricos o de inversión (art. 17).

e) Al régimen de sus inversiones que debe acomodarse, en general, a la “regla de la persona prudente” y, en particular, a las normas de inversión de los activos previstas en el art. 18. Asimismo, los fondos de pensiones de empleo deberán declarar por escrito los principios de su política de inversión que deben ser actualizados cada tres años (art. 12).

f) Al régimen de su contabilidad, que obliga a que los fondos de pensiones de empleo publiquen cuentas anuales e informes de gestión para cada plan de pensiones integrado que ofrezcan una imagen fiel de los activos, pasivos y situación financiera de la institución (art. 10).

5. Supervisión pública y actividades transfronterizas.

La Directiva 2003/41/CE establece una serie de normas sobre la supervisión de los fondos de pensiones de empleo que regulan dos aspectos:

a) Aspectos procedimentales, contemplándose la posible delegación, total o parcial, de facultades de supervisión por los Estados miembros de origen en personas especialmente designadas (art. 14.3) y estableciéndose la obligatoria posibilidad de que las decisiones adoptadas sean objeto de un recurso judicial (art. 14.5).

b) Aspectos sustanciales, estableciéndose, con carácter general, que la autoridad competente podrá adoptar las medidas pertinentes para prevenir o remediar cualquier situación de los fondos de pensiones de empleo que pueda poner en peligro los intereses de sus partícipes y beneficiarios y, con carácter particular, que dichas autoridades podrán restringir o prohibir la libre disposición de los activos de la institución o las actividades de la misma (art. 14.2 y 4).

Por último, señalar que la Directiva regula las actividades transfronterizas de los fondos de pensiones de empleo señalando que los Estados miembros permitirán a las empresas domiciliadas en su territorio ser promotoras de fondos de pensiones de empleo autorizados en otros Estados miembros y a los fondos autorizados en su territorio aceptar la promoción de empresas extranjeras (art. 20); lo que impone una estrecha cooperación entre los Estados miembros y la Comisión (art. 21).

Alberto Javier Tapia Hermida

11. INCREMENTO DE LA TRANSPARENCIA DE LAS SOCIEDADES EN LA LEY FRANCESA SOBRE SEGURIDAD FINANCIERA

La ley francesa n.º 2003-706 de 1 de agosto de 2003 de seguridad financiera (v. *Journal officiel* n.º 177, de 2 de agosto de 2003, p. 13.220) entre las diversas modificaciones que contiene, dedica algunas normas con el fin de incrementar la transparencia en las sociedades, que extiende también a otras personas jurídicas que operen en el mercado financiero.

En este sentido modifica el Código de comercio, en el que como se sabe por el sistema de “Derecho constante” se inserta, entre otras muchas, la Ley sobre sociedades mercantiles, introduce un nuevo apartado en su artículo 225-37, por el que amplía el informe que se ha de presentar a la junta general, regulado en diversos artículos, con uno del Presidente del consejo de administración relativo a las condiciones de preparación y organización de los trabajos del consejo, así como de los procedimientos de control interno llevados a cabo por la sociedad y, en su caso, del Presidente del consejo de vigilancia sobre las condiciones de preparación y organización de los trabajos de ese consejo. Igualmente, los auditores han de ampliar su informe, regulado en distintos artículos, detallando los procedimientos de control interno relativos a la elaboración y al tratamiento de la información contable y financiera de la sociedad.

El artículo L. 225-35 referente al consejo de administración y que asigna a éste el fijar las orientaciones de la actividad de la sociedad y vigilar su cumplimiento, se ha concretado este aspecto en el sentido de que a los efectos de que el consejo proceda a los controles y las verificaciones que juzgue oportunas, el Presidente o el Director general de la sociedad está obligado a comunicar a cada administrador todos los documentos e informaciones necesarios para el cumplimiento de su misión. Con relación al deber de los administradores de comunicar al consejo las operaciones realizadas por los administradores y la sociedad, salvo en el caso de que se trate de operaciones corrientes realizadas en condiciones normales, se aclara que, en ciertos supuestos, han de ser comunicadas por el interesado al Presidente del consejo de administración.

Entre las misiones del Presidente se encuentran las de organizar y dirigir los trabajos del consejo, dando cuenta de ello a la asamblea, vigilar el buen funcionamiento de los órganos de la sociedad y garantizar en particular que los administradores están en condiciones de cumplir sus tareas.

Esta Ley, por otro lado, incide de forma amplia en diversos aspectos sobre el régimen de las emisiones efectuadas por las sociedades cotizadas, que no están bajo el control y vigilancia de la Comisión de operaciones en Bolsa (COB), sino de la “Autoridad de los mercados financieros” (*L’Autorité des marchés financiers*), que ha sustituido y ampliado los poderes de la COB.

Alberto Ayala

12. REVISIÓN DEL CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO BRITÁNICO

El pasado 23 de julio se aprobó por el Financial Reporting Council británico una modificación del Código de Buen Gobierno o *Combined Code*, ahora denominado *Combined Code on Corporate Governance* (vid. la reseña realizada por RILEY, C. A., “The revised Combined Code- two steps forward, one step back”, en *Sweet & Maxwell's*, agosto de 2003, pp. 1 y ss.), que será aplicable a las sociedades cotizadas a partir del 1 de noviembre de 2003. La revisión llevada a cabo ha tenido en cuenta principalmente las recomendaciones propuestas en el llamado Informe Higgs o Informe para la revisión del papel de los consejeros independientes (del que dimos noticia en el número 90 de esta Revista, p. 151 y ss.) y en el Informe Smith sobre las funciones y responsabilidades de los Comités de auditoría.

El contenido del Código se refiere básicamente a la estructura y funciones de los Consejos de administración de las sociedades y, en especial, a la posición que ocupan los consejeros no ejecutivos y la existencia en el seno del Consejo de una serie de Comisiones especializadas. La modificación operada ha pretendido mantener este contenido fortaleciendo las funciones y competencias del Consejo sin optar por una estrategia alternativa como el establecimiento del sistema dualista o la de convertir sus disposiciones en legalmente vinculantes. Asimismo, se ha conservado la tradicional diferenciación entre los principios, de aplicación más flexible, y las recomendaciones, respecto de las cuales sigue operando la regla de “cumplir o explicar”.

Las principales modificaciones que se han producido en el Código son las siguientes:

— La más relevante es la que se refiere a la composición del Consejo de administración y, en particular, a la proporción de consejeros no ejecutivos y, especialmente, de consejeros no ejecutivos independientes. Así, frente a la previsión anterior que recomendaba que al menos un tercio de los miembros del Consejo fueran consejeros no ejecutivos, de los cuales la mitad deberían ser independientes del *management*, el nuevo Código determina que al menos la mitad de los miembros del Consejo de administración, excluyendo el presidente, sean consejeros no ejecutivos independientes. Se contempla una excepción en el caso de sociedades cotizadas de menor tamaño, que podrán tener sólo dos consejeros no ejecutivos independientes.

— El Código ha recogido por primera vez una definición de independencia. En concreto, un consejero no ejecutivo será considerado independiente cuando el Consejo determine su independencia de carácter y juicio y manifieste que no existen relaciones o circunstancias que afecten o puedan afectar tal

juicio. Se recomienda que no se considere como independiente a aquel consejero que haya sido un antiguo trabajador de la sociedad en los últimos cinco años, haya tenido en los últimos tres años una relación comercial con la sociedad (ya directamente o como socio, accionista, consejero o directivo de una organización que tenga una relación con la sociedad) o tenga relaciones familiares cercanas con alguno de los asesores de la sociedad, consejeros o directivos. El Consejo de administración deberá indicar las razones por las que considera que un consejero no ejecutivo es independiente a pesar de la existencia de relaciones o circunstancias que pudieran resultar relevantes para tal determinación.

— Se definen con más detalle las competencias y responsabilidades del presidente del Consejo. Al mismo tiempo se trata de evitar que el presidente haya sido primer ejecutivo de su sociedad con el objetivo de garantizar una separación de funciones entre ambos cargos. Ahora bien, frente a la recomendación del Informe Higgs, se permite que excepcionalmente un primer ejecutivo llegue a ser presidente de la sociedad, si bien el Consejo deberá informar a los accionistas con carácter previo e incluir en el Informe anual un apartado explicando los motivos de tal nombramiento. Por otro lado, el Informe Higgs propuso que una misma persona no fuera presidente de más de una sociedad del FTSE 100, si bien esta recomendación sólo se ha recogido en relación con nombramientos futuros, permitiendo que en la actualidad se mantengan los cargos existentes.

— Se aconseja la existencia de la figura del *senior independent director* cuya función principal será la de fortalecer las relaciones con los accionistas y garantizar el acceso a la información relevante.

— En cuanto a la composición de los principales Comités del Consejo de administración, se recomienda que la mayoría de sus miembros sean consejeros no ejecutivos independientes. En relación con el Comité de nombramientos, el Informe Higgs recomendaba que fuera presidido por un consejero no ejecutivo independiente, si bien el Código se ha separado de tal propuesta y permite que el presidente del Consejo sea, a su vez, presidente de este Comité (salvo cuando se esté discutiendo la renovación del cargo).

— Se establece la necesidad de que existan programas de formación de los consejeros tanto en el momento de su nombramiento como a lo largo del período de desempeño del cargo. Al mismo tiempo, se recomienda que el Consejo analice anualmente su actuación y que los resultados de la misma se incorporen al Informe anual.

— En cuanto a la duración del cargo de consejero no ejecutivo se recomienda que cuando el consejero no ejecutivo lleve en el cargo más de seis años, su reelección sea sometida a un proceso estricto frente a la recomendación del

Informe Higgs, que determinaba que esta reelección debería ser sometida a información a los accionistas. Una vez transcurridos nueve años la reelección deberá ser anual y tales personas no podrán tener la consideración de independientes.

— En lo que respecta a la retribución de los consejeros, es de destacar la ausencia de recomendaciones específicas al respecto en el texto del nuevo Código. Ahora bien, esta materia ha sido objeto de regulación en las *Director's Remuneration Report Regulations* de 2002, que exigen la elaboración de un informe sobre tal retribución y su previa aprobación por los accionistas.

— Se refuerza la posición y funciones de los Comités de auditoría siguiendo las directrices del Informe Smith.

— Por último, se incorporan como Anexos al Código un conjunto de disposiciones de Buen Gobierno que contienen un listado de las funciones y responsabilidades del presidente del Consejo, de los consejeros no ejecutivos, del Comité de retribuciones, de los programas de formación continua de consejeros o de los criterios de la evaluación de su conducta.

En definitiva, a pesar de que la nueva versión del Código de Buen Gobierno ha incluido un gran número de las recomendaciones del Informe Higgs, las críticas que tales propuestas suscitaron en diversos sectores han hecho que muchas de ellas hayan desaparecido y otras tantas hayan sido suavizadas. Además, la consideración de las mismas como meros principios, respecto de los cuales no se aplica la máxima de “cumplir o explicar”, ha hecho que la reforma haya sido menor de lo que cabría haber esperado.

Blanca Puyol Martínez-Ferrando

13. LEVE MODIFICACIÓN DE LA LEY DE CRÉDITO AL CONSUMO

El art. 86 del Proyecto de Ley de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social (v. BOCG del Congreso de los Diputados, Serie A, núm. 174.1, de 16 de octubre de 2003), contempla una pequeña modificación de algunos preceptos de la Ley 7/1995, de 23 de marzo, de Crédito al Consumo.

En primer lugar, el art. 2 que regula las exclusiones del ámbito de la Ley de Crédito al Consumo, incorpora una modificación meramente cuantitativa dentro de su apartado 1.a). Así, quedan fuera del ámbito de aplicación de la Ley

todos los contratos inferiores a 150 euros, mientras que aquellos superiores a 20.000 euros sólo podrán ser objeto de aplicación de lo dispuesto en el Capítulo III de la Ley 7/1995. Por lo que se refiere a la exclusión contemplada en el art. 2.1.d) en atención a que el crédito concedido sea gratuito, ésta es revisada con respecto a servicios de tracto sucesivo, que no quedarán excluidos a pesar de que su tasa anual equivalente (definida por el art. 18 de la Ley) sea igual a 0, cuando la concesión conlleve algún tipo de retribución por parte del proveedor de los servicios al empresario prestamista.

En segundo lugar, esta última modificación también inspira la revisión del art. 15.1.b). Este precepto reconoce al consumidor la posibilidad de ejercitar sus derechos frente al proveedor de los bienes o servicios y al concedente del crédito, siempre que se den determinados requisitos. El nuevo requisito consiste en exigir con respecto a servicios de tracto sucesivo y prestación continuada, un acuerdo previo entre el concedente del crédito y el proveedor por el que el primero se comprometió a facilitar financiación a los clientes del segundo.

Jaime Baillo Morales-Arce

14. LOS PACTOS PARASOCIALES EN LA REFORMA DEL CODICE CIVILE

La disciplina de los pactos parasociales ha cobrado gran importancia en nuestro ordenamiento a partir de la introducción por la denominada Ley de Transparencia (Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas), de una nueva regulación referida a la publicidad de los mismos, a través del art. 112 de la Ley del Mercado de Valores y, muy especialmente, de su confusa y polémica disposición transitoria tercera. Puesto que el art. 112 LMV tuvo como antecedente la regulación que de los pactos parasociales contenían los artículos 371 y siguientes de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles y ésta, a su vez, había resultado influida por la reforma del Derecho italiano en materia de pactos parasociales, creemos que es de interés dar noticia en estas páginas de la nueva modificación de la normativa italiana con respecto a los pactos parasociales [para un planteamiento general, dentro de la doctrina italiana v., por todos, RAGUSA MAGGIORE, G., *Trattato delle Società*, II, Padua (2003), pp. 97 a 171]. Ésta se ha producido mediante el Decreto Legislativo núm. 6, de 17 de enero de 2003, de *Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative*, que incorpora los arts.

2341 bis y 2341 ter del *Codice Civile* [v. LOMBARDI, “I patti parasociali nelle società non quotate e la riforma del diritto societario”, en *Giurisprudenza commerciale* núm. 30.3 (2003), p. 1.909 y ss.].

Se trata de una disciplina que partiendo de la admisibilidad de los pactos parasociales por entender que pueden tener efectos positivos (estabilidad en el gobierno de la sociedad), atiende a los principios esenciales y clásicos en el régimen de estos pactos: su duración y su publicidad. Con respecto a la primera de esas características, plasmada en el art. 2341 bis, estamos ante una disposición aplicable a todos los pactos parasociales, es decir, los suscritos en cualquier sociedad anónima. El nuevo art. 2341 bis establece, en primer lugar, que son pactos parasociales sometidos a la nueva ordenación aquellos que, con el fin de estabilizar la propiedad o gobierno de la sociedad, contemplan el ejercicio del derecho de voto, limitan la transferencia de las acciones o introducen un ejercicio conjunto de la influencia dominante en la sociedad. En cuanto a su duración, distingue entre aquellos que cuentan con un plazo determinado y los que se celebraron por tiempo indeterminado.

Con respecto a los primeros, los pactos no podrán contemplar una duración limitada superior a cinco años, sin perjuicio de su posibilidad de renovación. Cuando el plazo fijado para la vigencia del pacto excediera de cinco años, se entenderá que el plazo pactado lo fue por cinco años.

A falta de un plazo determinado de vigencia, cualquiera de los firmantes tiene atribuida una facultad de resolución con un preaviso de seis meses. De esta forma, la ley ha querido impedir las vinculaciones prolongadas a través de estos pactos, reconociendo una facultad resolutoria allí donde no pudiera establecerse la terminación por el simple transcurso del plazo.

Por lo que se refiere al segundo fundamento de la nueva regulación, éste consiste en la publicidad de los pactos. Es una medida establecida con carácter especial para las sociedades cotizadas. El art. 2341 ter completa en este punto la regulación especial que ya se adoptó principalmente por medio de los arts. 122 y siguientes del *Testo unico de la finanza*, aprobado por medio del Decreto Legislativo núm. 58 de 24 de febrero de 1998 [v. el comentario de PICCIAU, A., “Patti parasociali”, en AA.VV., *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza D.LGS. 24 febbraio 1998, N. 58* (dirs. MARCHETTI/BIANCHI), t. I, Milán (1999), p. 822 y ss.], cuya vigencia no se ve afectada por la modificación del *Codice Civile* que estamos reseñando. En el caso de las sociedades cotizadas entra en juego un nuevo instrumento publicitario o de conocimiento del pacto. Se trata de la exigencia legal de su comunicación a la sociedad y su declaración en la apertura de cada junta general, de lo que deberá quedar constancia en el acta y, posteriormente, ser objeto de depósito en el registro de empresas. El incumplimiento de esta medida de publicidad impide

ejercitar el derecho de voto inherente a las acciones afectadas por el pacto, pudiendo ser objeto de impugnación el acuerdo adoptado con ese derecho de voto por el cauce especial previsto en el art. 2377 CC por ese solo motivo.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

15. GRUPO Y ÁREA DE CONSOLIDACIÓN EN EL CÓDIGO DE COMERCIO

1. Cuestiones generales.

El Proyecto de Ley de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social ⁽¹⁾ de 13 de octubre de 2003 modifica en su artículo 68 la noción de área de consolidación contenida en el artículo 42 del Código de Comercio e introduce de forma expresa un concepto de grupo ⁽²⁾. La razón de esta reforma se encuentra de una parte en el proceso de adaptación europeo a las normas internacionales de contabilidad (NIC) y de otra en la propia modernización del Derecho contable español. La adaptación a las NIC se ha realizado a través del

(1) BOCG, Congreso de los Diputados, Serie A, núm. 174-1, de 16 de octubre de 2003, p. 53.

(2) Respecto a la noción de grupo ver DUQUE, J.F., “Las cuentas consolidadas en los grupos de empresas”, en *Estudios de Derecho público y privado ofrecidos al Prof. Dr. D. Ignacio Serrano y Serrano*, 1965, II, pág. 339 y ss.; id. “Concepto y significado institucional de los grupos de empresas” en *Libro homenaje a Ramón María Roca Sastre*, Madrid, (Junta de Decanos de Colegios Notariales) 1976, III, pág. 527 y ss.; id. “El derecho de las empresas vinculadas en la legislación española”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1989, pág. 465 y ss.; FONT I RIBAS, A., “Algunes reflexions a l’entorn dels grups d’empreses”, *Revista Jurídica de Catalunya*, 1982, I pág. 827 y ss.; SACRISTÁN REPRESA, M., “El grupo de estructura paritaria: caracterización y problemas”, *Revista de Derecho Mercantil*, 1982, pág. 375 y ss.; EMBID IRUJO, J.M., “Los grupos de sociedades en la Comunidad Económica Europea (séptima y novena directivas) en *Tratado de Derecho Comunitario*, Madrid, Civitas, 1986; id., *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios. La tutela de la minoría en situación de dependencia societaria y grupo*, Madrid, Ministerio de Justicia 1987; id. “Los grupos de sociedades en la comunidad económica europea (El proyecto de novena directiva)”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, núm. 5, 1989, pág. 359 y ss.; MASSAGUER, J., “La estructura interna de los grupos de sociedades (Aspectos jurídico-societarios)”, *Revista de Derecho Mercantil*, 1989, pág. 281 y ss.; LLEBOT MAJÓ, J.O., *Grupos de Entidades de Crédito*, Madrid (Civitas), 1993; RUIZ PERIS, J.I., “Grupos de empresas, mercado de valores e igualdad entre los inversores”, *Revista de Derecho Mercantil*, 1995, pág. 1447 y ss.

Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo 1606/2002 ⁽³⁾, del que trae causa la reforma ⁽⁴⁾.

La modificación resultaba obligada respecto a las cuentas consolidadas de las sociedades que emiten valores en un mercado regulado de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 4 del Reglamento 1606/2002. La aplicación de dicha normativa respecto a las cuentas consolidadas de sociedades que no emitan valores cotizados en mercados regulados era opcional para el legislador español de acuerdo con el artículo 5 del Reglamento 1606/2002.

El motivo de esta adaptación estriba no solo en la modernización del sistema de normas contables comunitarias a las que están sometidas las sociedades europeas que data de los años 70, sino fundamentalmente en potenciar la comparabilidad ⁽⁵⁾ de los estados financieros de las sociedades con cotización oficial ⁽⁶⁾ en beneficio de los inversores, dada la pluralidad de nacionalidades de las que éstos proceden.

Para lograrlo, se pretende exigir a este tipo de entidades la aplicación de un corpus único de normas contables que sean aceptadas internacionalmente y tengan alcance global para la elaboración de sus estados financieros consolidados, en modo tal que hagan homologable la información financiera aportada mediante tales instrumentos contables consolidados a cualquier inversor independientemente de su procedencia.

Esta decisión está incluida en un proceso de convergencia con las normativas contables de otros países externos a la Unión tendentes a constituir un corpus único de normas contables mundiales ⁽⁷⁾.

La finalidad de política legislativa de este proceso en el ámbito europeo es contribuir al funcionamiento eficiente y rentable de un mercado de capitales europeo integrado en el que las sociedades de la Comunidad puedan competir en condiciones de igualdad por los recursos financieros disponibles tanto en los mercados de capitales de la Comunidad como en los mundiales. En particular,

(3) Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo 1606/2002 relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad de 19 de julio de 2002. Tal medida tiene su origen en la Comunicación de la Comisión de 13 de junio de 2000 titulada “Estrategia de la UE en materia de información financiera” que propuso que todas las sociedades que cotizan en bolsa (que recurren al ahorro público) de la UE debieran, antes de 2005, elaborar sus estados financieros consolidados de acuerdo con las Normas Internacionales de Contabilidad (IAS).

(4) Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, VI, párrafo noveno.

(5) Artículo 1 del Reglamento 1606/2002.

(6) Exposición de Motivos del Reglamento 1606/2002 (1).

(7) Exposición de Motivos del Reglamento 1606/2002 (2).

se trata de facilitar la comercialización de los valores mobiliarios, las fusiones y adquisiciones transfronterizas así como las operaciones de financiación.

La convergencia mundial postulada se produce mediante la adaptación de la normativa contable a la que están sometidas las sociedades europeas a las Normas internacionales de información financiera (NIIF) ⁽⁸⁾, antiguas Normas internacionales de contabilidad (NIC), elaboradas por el Consejo de normas internacionales de contabilidad (CNIC) ⁽⁹⁾, antiguo Comité de normas internacionales de contabilidad (CNIC).

De particular relevancia para la cuestión que nos ocupa es la NIC 27, relativa a Estados Financieros Consolidados aprobada en 1988 y sucesivamente modificada por la Comisión, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 3.4 del Reglamento 1606/2002, mediante el Reglamento (CE) núm. 1725/2003 de la Comisión, de 29 de septiembre de 2003, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) núm. 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo ⁽¹⁰⁾.

Junto a ella hay que tomar en cuenta también la SIC 12 ⁽¹¹⁾ y la SIC 33 ⁽¹²⁾, emanadas del Comité de Interpretaciones, relativas respectivamente a las Entidades con Cometido Especial (ECE) y al cómputo de los derechos de voto potenciales y la distribución de participaciones en la propiedad.

2. Modificaciones introducidas por la reforma en el artículo 42 del Código de comercio.

La reforma introduce relevantes novedades.

— Amplía el deber de consolidación a todas las sociedades siguiendo la línea de extender las reglas de consolidación a otros tipos societarios distintos de las sociedades mercantiles emprendida por nuestro legislador y por el propio ordenamiento comunitario.

— Centraliza la regulación de la consolidación de los estados financieros de los grupos en el propio articulado del Código eliminando remisión general a las reglas de consolidación establecidas en la Ley de Sociedades Anónimas.

(8) En su denominación inglesa International Financial Reporting Standards (IFRS). Utilizaremos la antigua o la nueva terminología de acuerdo con la usada por el legislador comunitario para referirse a ellas.

(9) En su denominación inglesa International Accounting Standards Board (IASB).

(10) 2003 DOCE L 261/1 de 18 de octubre de 2003.

(11) Reglamento (CE) núm. 1725/2003 DOCE L 261/393 de 18 de octubre de 2003.

(12) Reglamento (CE) núm. 1725/2003 DOCE L 261/418 de 18 de octubre de 2003.

— Introduce en el precepto la noción de sociedad dominante y equipara a ésta en los grupos en que no sea posible su identificación a la sociedad de mayor activo.

— Incluye de forma expresa una noción de grupo en el precepto vinculada a la existencia de unidad de decisión.

— Convierte los antiguos hechos que determinaban la obligación de consolidar en presunciones de existencia de unidad de decisión e incorpora nuevos supuestos.

La reforma introduce también reglas relativas a la entrada en vigor.

Analizaremos seguidamente estas cuestiones centrándonos en las relativas a la noción de grupo y las presunciones de unidad de decisión.

2.1. *Respecto a la noción de grupo.*

El vigente texto del artículo 42 no incluye propiamente una noción de grupo de modo nominal. Pese a ello, la doctrina ha venido considerando que, de un modo sustantivo, el precepto hacía referencia a la consolidación de los grupos, en particular a los de sociedades a cuya cabeza figuraba una sociedad mercantil. La reforma introduce de forma expresa, en dicho artículo, una noción de grupo nominal y sustancial vinculada a la existencia de unidad de decisión.

2.1.1. *Sociedades sometidas a la obligación de consolidar y sociedades miembros del grupo.*

La reforma extiende la obligación de consolidación a todas las sociedades dominantes de un grupo y no sólo a las sociedades mercantiles. De otra parte, aunque no haya habido cambio en el texto de la norma, desde la perspectiva de las sociedades integrantes o miembros del grupo la incorporación de las NIC hace conveniente realizar algunas precisiones respecto a las Empresas con Comitado Especial (ECE).

2.1.1.1. *Sociedades obligadas a la elaboración de estados financieros consolidados.*

El texto proyectado amplía el deber de consolidación a todas las sociedades, a diferencia del anterior, que establecía el deber de consolidación exclusivamente respecto a las sociedades mercantiles. Quedarán afectadas, por tanto, por el deber de consolidación claramente las sociedades cooperativas que sean cabeza de un grupo por subordinación de sociedades no cooperativas o las sociedades civiles, incluidas las sociedades agrarias de transformación que se

encuentren en igual circunstancia. A nuestro juicio, deberán quedar incluidas, también, las denominadas comunidades de bienes que ejerzan el papel de dominantes de un grupo de sociedades, en cuanto su verdadera naturaleza jurídica es societaria. Más discutible resulta la inclusión de las asociaciones cabeza de grupo. Sólo quedan claramente excluidas las entidades sin forma social como las Fundaciones y las personas físicas.

Todo ello independientemente de que una entidad de carácter societario pueda igualmente estar obligada en virtud de su normativa específica a consolidar sus cuentas de acuerdo con lo dispuesto en el Código de comercio, o de que tales entidades, cuando no se encuentren obligadas a consolidar, o una persona física, puedan voluntariamente consolidar sus cuentas de acuerdo con la misma.

2.1.1.2. Sociedades miembros del grupo.

Aunque no exista un cambio positivo respecto a esta cuestión entre el texto vigente y el Proyecto, la introducción de las NIC y de las SIC tiene relevancia respecto a la interpretación del mismo en el supuesto regulado por la SIC 12, relativo a las Empresas de Cometido Especial (ECE) como miembros del grupo.

Aunque las ECE pueden tener una forma jurídica cualquiera, nos interesan aquí especialmente las de carácter societario dada la limitación contenida en el artículo 42 del Código de comercio respecto a la naturaleza jurídica de las entidades miembros del grupo. Se trata de sociedades que han sido creadas para alcanzar un objetivo concreto y perfectamente definido como, citando los ejemplos a los que se refiere la SIC 12, las sociedades constituidas para llevar a cabo un arrendamiento financiero, para realizar una determinada actividad de investigación y desarrollo o para la titulización de un activo financiero. Las ECE deben considerarse miembros del grupo y, por tanto, deben ser consolidadas cuando “la relación esencial entre la empresa que consolida y éstas indiquen que está siendo objeto de control por parte de la misma”⁽¹³⁾, independientemente de que la dominante participe como socio en la ECE o no⁽¹⁴⁾.

En el contexto de una ECE, el control puede surgir ya sea por la predeterminación de las actividades a llevar a cabo por la ECE (que opera en un régimen “autopilotado”), ya sea por otros medios independientemente de la condición de socio de la dominante en la dominada o del número de votos de que disponga en la Junta General.

(13) Punto 8 de la SIC 12.

(14) Punto 3 *in fine* de la SIC 12.

El punto 10 de la SIC 12 incluye una serie de circunstancias como ejemplos que pueden indicar la existencia de una relación en la que la empresa controla una ECE y, en consecuencia, debe proceder a consolidarla:

- (a) las actividades de la ECE han sido llevadas a cabo, de forma sustancial, en nombre de la empresa que presenta sus estados financieros consolidados, y de acuerdo con sus necesidades, de forma que obtiene beneficios u otras ventajas de las actividades de la ECE;
- (b) la empresa que consolida tiene, de forma sustancial, los poderes de decisión necesarios para obtener la mayoría de los beneficios u otras ventajas de las actividades de la ECE o, mediante el establecimiento de un mecanismo de “autopilotaje”, ha delegado tales poderes de toma de decisiones;
- (c) la empresa tiene, de forma sustancial, los derechos para obtener la mayoría de los beneficios y ventajas de la ECE y, por tanto, puede estar expuesta a todos los riesgos que inciden sobre las actividades de la ECE; o
- (d) la empresa retiene para sí, de forma sustancial, la mayoría de los riesgos inherentes a la propiedad o residuales relativos a la ECE o a sus activos, con el fin de obtener los beneficios y las demás ventajas de sus actividades.

2.1.2. El grupo como unidad de decisión.

De acuerdo con el texto proyectado “Existe un grupo cuando varias sociedades constituyan una unidad de decisión”. La vinculación de la existencia del grupo a la unidad de decisión aproxima el artículo 42 CCo a lo dispuesto en el artículo 4.º LMV que hace depender igualmente la existencia de grupo de la constatación de una unidad de decisión⁽¹⁵⁾.

La unidad de decisión a la que se refiere el precepto puede hacerse equivocar al concepto doctrinal de dirección unitaria. Ello plantea las conocidas cuestiones respecto a la extensión e intensidad de dicha dirección para que podamos reconocer la existencia de una unidad de decisión, de acuerdo con la noción contenida en el segundo párrafo del artículo 42 CCo. En todo caso, el término unidad de decisión no debe ser interpretado como equivalente al de “unidad

(15) De acuerdo con el artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores “se considerarán pertenecientes a un mismo grupo las entidades que constituyan una unidad de decisión porque alguna de ellas ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de las demás, o porque dicho control corresponda a una o varias personas físicas que actúen sistemáticamente en concierto”.

económica”, utilizado en sede del Derecho de la Competencia para designar grupos fuertemente centralizados entre cuyos componentes no existe una competencia susceptible de ser restringida a través de un acuerdo⁽¹⁶⁾, sino, muy al contrario, de modo muy amplio, dada su función de fijar el ámbito de consolidación de cuentas que proporciona transparencia a la dirección del propio grupo, a los socios incluyendo los minoritarios y a los potenciales inversores, a los acreedores y a los trabajadores. La tutela de todos estos intereses aboga por una interpretación amplia del término unidad de decisión que permita incluir el máximo número posible de entidades participadas o sometidas a control. En principio, y dada la fundamentación de las NIC en la noción de control, deberá considerarse que existe una unidad de decisión siempre que exista una relación de control entendido como “el poder de dirigir las políticas financiera y de explotación de una empresa para obtener beneficios de sus actividades”, de acuerdo con el número 6 de la NIC 27 introducida por el Reglamento 1725/2003 de la Comisión.

Pese a lo dicho hay que tener en cuenta que, a diferencia del artículo 4 LMV, el reformado no hace mención expresa a la noción de control. Ello plantea la cuestión de si quedan incluidos en la noción de grupo del precepto, y consecuentemente sometidos a los deberes de consolidación establecidos en la sección que lo incluye, no sólo los grupos por subordinación en los cuales la unidad de decisión se constituye como consecuencia del control, sino también los grupos por coordinación, fundados en un acuerdo libre de voluntades de sus miembros.

Esta impresión aparece reforzada por la presunción contenida en la nueva redacción dada al número 2 del artículo 42, a la que nos referiremos más detalladamente en el apartado siguiente, de acuerdo con la cual “Se presumirá igualmente que existe unidad de decisión cuando, por cualesquiera otros medios, una o varias sociedades se hallen bajo dirección única”.

La mención a “cualesquiera otros medios” plantea la duda respecto a si se refiere a otros medios de control distintos del control interno al que se refieren los hechos enumerados en el número 1 del precepto, esto es a medios de control externo como el cruce de administradores al que como ejemplo se refiere el número 2 del precepto, o si por el contrario habrá que considerar que se refiere a otros medios de establecer la unidad de decisión, entre los que cabría incluir tanto el control externo como el acuerdo de las partes que funda los grupos por coordinación.

Esta segunda interpretación es la que parecen haber seguido algunos grupos del Congreso que han presentado enmiendas al Proyecto. Son relevantes a este

(16) RUIZ PERIS, J.I., “Aplicaciones...”, op. cit., pág. 6436 y ss.

respecto las enmiendas número 566 del Grupo Parlamentario Catalán (CiU)⁽¹⁷⁾ y 200⁽¹⁸⁾ y 201⁽¹⁹⁾ del Grupo parlamentario Coalición Canaria⁽²⁰⁾; ambas pretenden extraer del ámbito de aplicación del precepto unos concretos grupos por coordinación, los grupos cooperativos, y en el caso de la enmienda 201 también los grupos cooperativos de integración, y remitir estos supuestos a un régimen especial de consolidación a desarrollar por el Gobierno en cumplimiento de lo dispuesto en la Disposición final cuarta de la Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas⁽²¹⁾.

(17) BOCG, Congreso de los Diputados, de 10 de noviembre de 2003, Serie A, núm. 174-3. La enmienda pretendía la adición de un último párrafo al número 2 del artículo 42 de acuerdo con el cual se establecía que “No obstante, los grupos cooperativos se regirán por la legislación cooperativa y por la normativa que apruebe el Gobierno al amparo de la disposición final cuarta de la Ley 27/1999, de 16 de julio de Cooperativas”. La justificación aportada de esta enmienda es que “Los grupos cooperativos, en la inmensa mayoría de los casos, poseen una realidad absolutamente distinta de lo que se concibe ordinariamente como un grupo de sociedades, tanto por su naturaleza como por la operativa práctica, que se deriva de su carácter personalista y federativo.

Un número elevado de grupos cooperativos no cumplen con el requisito de control que regulan las Normas Internacionales de Contabilidad ni existe como tal una unidad económica diferenciada con un interés propio diferente al de las cooperativas que integran el grupo”.

Este razonamiento viene avalado por la disposición final cuarta de la Ley 27/1999, General de Cooperativas, que establece expresamente que “el Gobierno, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda, dictará las normas necesarias en las que se establecerá en qué casos el grupo cooperativo vendrá obligado a formular las cuentas anuales y el informe de gestión consolidados”.

Por ello, procede que la consolidación de los grupos cooperativos se remita al desarrollo específico que está previsto en la citada norma sustantiva.

(18) BOCG, Congreso de los Diputados, de 10 de noviembre de 2003, Serie A, núm. 174-3. La enmienda pretende introducir un último párrafo en el número 2 del artículo 42 de acuerdo con el cual “Los grupos cooperativos se regirán por la legislación cooperativa”.

(19) BOCG, Congreso de los Diputados, de 10 de noviembre de 2003, Serie A, núm. 174-3: “Los grupos de cooperativas tanto de coordinación de integración, en razón a su especialidad, se rigen por la correspondiente legislación cooperativa —estatal o autonómica— y por la regulación que apruebe el Gobierno conforme a la disposición final cuarta de la Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas”. La justificación aportada, que contiene algunos errores de concepto, para las dos enmiendas es semejante, y se centra en varios argumentos de los cuales destacaremos el relativo a la existencia de una pluralidad de normas dictadas por las diferentes Comunidades Autónomas relativas a cooperativas, lo que podría llevar a un conflicto de competencias con las mismas según la justificación de la enmienda.

(20) BOCG, Congreso de los Diputados, de 10 de noviembre de 2003, Serie A, núm. 174-3.

(21) De acuerdo con la cual “El Gobierno, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda, dictará las normas necesarias en las que se establecerá en qué casos el grupo cooperativo vendrá obligado a formular las cuentas anuales y el informe de gestión consolidados”.

Los principales argumentos aportados por los enmendantes pueden resumirse en los siguientes: inadecuación de la aplicación de las NIC a los grupos cooperativos, la inadecuación de la normativa de consolidación establecida en el Código de comercio para los grupos cooperativos y el posible conflicto de competencias con las Comunidades Autónomas que han regulado los grupos cooperativos en sus respectivas legislaciones. La discusión de estos tres argumentos excede, con mucho, el sentido de esta nota. En todo caso hay que señalar que las NIC están diseñadas pensando en sociedades que emitan valores en mercados regulados y que pertenecen a grupos por subordinación fundados en relaciones de control. Ello no implica que no puedan ser aplicadas por grupos de sociedades en los que ninguno de sus miembros sea emisor de valores cotizados, o incluso, respecto a las normas NIC que no hacen referencia a la consolidación, por las sociedades individuales independientemente de que sean emisoras de valores cotizados o no.

Además de las hasta aquí expuestas existen otras cuestiones relevantes a abordar respecto a la introducción de una noción de grupo en el artículo 42, dado el carácter central del precepto.

En efecto, aunque existe una pluralidad de nociones de grupo en el ordenamiento, como el contenido en el citado artículo 4.º LMV o el del artículo 67 de la Ley de Ordenación y Supervisión de Seguros Privados, por solo citar dos ejemplos, el artículo 42 tiene un carácter central debido a las remisiones que otros preceptos realizan a él y a la tendencia a tomarlo en consideración cuando en la norma a aplicar se establece un precepto que regula consecuencias para las entidades pertenecientes a un grupo sin definir que, se entiende por tal a los efectos de dicha norma ⁽²²⁾.

Las diferencias existentes entre dichas normas que contienen nociones parcialmente distintas de grupo ⁽²³⁾, que se van reduciendo gracias a una acertada tendencia legislativa, conllevan problemas de indeterminación de la noción de referencia, que deberán ser resueltos por vía interpretativa. Problemas de indeterminación respecto a los sujetos que conforman el grupo en cada caso, especialmente respecto a las entidades sin forma social y las personas físicas, y

(22) Ello sucede en normas de tal calado como la Ley Concursal.

(23) Sobre la noción de grupo en la Ley del mercado de Valores ver RUIZ PERIS, J.I., "Grupos de empresas, mercado de valores e igualdad entre los inversores", *Revista de Derecho Mercantil*, 1995, pág. 1447 y ss.

De acuerdo con el artículo 4 LMV "A los efectos de esta Ley, se considerarán pertenecientes a un mismo grupo las entidades que constituyan una unidad de decisión porque alguna de ellas ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de las demás, o porque dicho control corresponda a una o varias personas físicas que actúen sistemáticamente en concierto".

problemas respecto al tipo de relación necesaria para apreciar la existencia de grupo en cada caso, así sucede respecto a la inclusión de los grupos por coordinación respecto a cada precepto que habrá de ser analizada en atención a la finalidad perseguida por la norma y la adecuación de la misma respecto a la especial naturaleza de este tipo de grupos, o en los casos de grupo por subordinación en lo relativo a la intensidad del control relevante, en particular en lo relativo al juego de las presunciones de control. Presunciones de control como las que, solo por poner un ejemplo, establece el artículo 67 LOSSP cuando la participación exceda del 20 por 100.

La centralidad del precepto y su potencial aplicación respecto a normas que persiguen finalidades muy distintas a la de delimitar el ámbito de consolidación plantea igualmente abundantes dudas respecto a otros preceptos como por ejemplo el artículo 3.5 de la Ley Concursal relativo a la acumulación de procesos concursales.

2.2. *Respecto a las presunciones de unidad de decisión.*

La reforma convierte los antiguos hechos que determinaban la obligación de consolidar en presunciones de existencia de unidad de decisión e incorpora nuevos supuestos. Estas presunciones tienen carácter *iuris tantum*, por lo que será posible probar que por circunstancias excepcionales la inclusión en una de ellas no implica la existencia de una unidad de decisión. Piénsese en una sociedad en la que otra tenga una participación que le dé derecho al 55% de los derechos de voto en Junta pero en la que a través de pactos se ha establecido el derecho a elegir la mayoría de los miembros del órgano de administración por parte de otra entidad que efectivamente la domina.

Se dividen igualmente las presunciones entre aquéllas que precisan la condición de socio de la dominante en la dominada (reguladas en el número 1 del artículo 42) y aquéllas que no precisan que la dominante participe en las sociedades dominadas, a las que se refiere el artículo 42 en su número 2. Las primeras son los antiguos hechos que fundaban la existencia del deber de consolidar, y respecto a ellas no se introduce ningún nuevo supuesto. Sí se establecen en cambio reglas relativas al cómputo de las participaciones y al mismo tiempo se mejora la redacción de la propuesta letra d) del número 1 del artículo 42.

Respecto a las presunciones contenidas en el número 2 del artículo 42 hay que entender que, al igual que en las presunciones del número 1, éstas serán de aplicación únicamente respecto a sociedades dada la noción de grupo contenida en el precepto, de acuerdo con la cual “Existe un grupo cuando varias sociedades constituyan una unidad de decisión”.

2.2.1. *Reglas de cómputo de la participación.*

El número 1 del artículo 42 contiene varias presunciones que hacen referencia a la participación poseída por la dominante en la dominada. En particular las letras a) y c) establecen que se presume la existencia de unidad de decisión cuando la dominante posea la mayoría de los derechos de voto o pueda disponer, en virtud de acuerdos celebrados con otros socios, de la mayoría de los derechos de voto. Ello plantea la cuestión del cómputo de los derechos de voto.

La reforma convierte en segundo párrafo del número 1 del artículo 42 al actual número 2 del precepto que contenía las reglas de cómputo de la participación imputable a la sociedad dominante, y modifica su redacción. De acuerdo con el texto propuesto “...a los derechos de voto de la entidad dominante se añadirán los que posea a través de otras sociedades dependientes o a través de personas que actúen en su propio nombre pero por cuenta de la entidad dominante o de otras dependientes, o aquéllos de los que disponga concertadamente con cualquier otra persona”.

La novedad estriba en la inclusión en el cómputo de los derechos de voto de los que la dominante disponga concertadamente con cualquier otra persona. De otra parte la incorporación de la SIC 33 relativa a los derechos de voto potenciales hace necesario abordar la cuestión de su incidencia respecto al cómputo de la participación. Analizaremos por separado ambas cuestiones.

2.2.1.1. Concertación.

La introducción de la regla sobre la concertación en el cómputo de la participación de la dominante sigue la pauta establecida por el artículo 4 LMV y otros preceptos de diversas leyes respecto al cómputo de las participaciones.

La concertación es un supuesto distinto de la posesión de derechos de voto a través de personas que actúen en su propio nombre pero por cuenta de la entidad dominante o de otras dependientes.

Tampoco incluye el supuesto de los pactos parasociales al que se refiere la letra b) del número 1 del artículo 42.

Nos encontramos aquí con la existencia de un acuerdo de voluntades entre titulares de los derechos de voto que puede expresarse mediante una práctica concertada o conscientemente paralela realizada por una pluralidad de sujetos, entre ellos la dominante. La persona que se concierte con la sociedad dominante puede tener cualquier naturaleza. Puede tratarse de una persona física o jurídica y en este caso de una entidad de base personal o sin base personal. Cabe por tanto entender concertadas con las sociedades dominantes a las fundaciones. En todo caso deberá disponer de derechos de voto actuales o potenciales —obligaciones convertibles con derecho de conversión actual, derechos de opción respecto a la adquisición de acciones ejercitables, entre otros— en la sociedad dominada, independientemente de que sea socio o no de la misma —usufructuario o acreedor pignoraticio entre otros—.

La norma no contiene presunciones de concertación relativas a los administradores o miembros del consejo de administración de la dominante o de las sociedades miembros del grupo que posean participaciones en la sociedad dominada. Estos pueden ser ejecutivos, representantes de la propiedad o independientes. En el caso de los ejecutivos existen fuertes posibilidades de que actúen de forma concertada con la dominante. En cambio los administradores representantes de la propiedad de los socios externos al grupo actuarán normalmente de modo independiente. Lo mismo puede suceder con los administradores independientes si se han cumplido en su nombramiento las recomendaciones del Código de Buen Gobierno tendentes a salvaguardar su independencia.

2.2.1.2. Votos potenciales.

Pese a que no se haya producido un cambio positivo respecto al cómputo de los votos potenciales, la introducción de las NIC y SIC en el ordenamiento comunitario tiene reflejo en la interpretación de la regla de cómputo de los derechos de voto establecida en el artículo 42 del Código de comercio, y subsistente como último párrafo del número 1 en el Proyecto.

La SIC 33 establece la necesidad de incluir en el cómputo de la participación de la dominante no solo los derechos de voto que actualmente posee sino también aquellos que potencialmente podría ejercitar como consecuencia del ejercicio de derechos de conversión, de opción, de suscripción o adquisición preferentes, u otros que cumplan funciones similares, siempre que dichos derechos puedan ejercitarse actualmente, e independientemente de que no sean efectivamente ejercitados, y de la “intención de la gerencia y la capacidad financiera para ejercitarlos o convertirlos”⁽²⁴⁾. No quedan incluidos, en cambio, aquellos cuyo ejercicio se encuentre sometido a plazo o condición si no se han cumplido⁽²⁵⁾.

Sí quedan incluidos en cambio los votos derivados de valores cedidos en operaciones que impliquen un pacto de recompra acordado simultáneamente con la venta cuando el vendedor no pierde el acceso a los beneficios económicos asociados a la participación en la propiedad⁽²⁶⁾.

2.2.2. *Presunciones que no exigen la condición de socio de la dominante en la dominada.*

El proyectado número 2 del artículo 42 introduce una nueva presunción en supuestos en que no se requiere que la dominante sea socio de la dominada. De

(24) Punto 4 SIC 33.

(25) Punto 3 SIC 33.

(26) Punto 5 SIC 33.

acuerdo con la misma “Se presumirá igualmente que existe unidad de decisión cuando, por cualesquiera otros medios, una o varias sociedades se hallen bajo dirección única. En particular, cuando la mayoría de los miembros del órgano de administración de la sociedad dominada sean miembros del órgano de administración o altos directivos de la sociedad dominante o de otra dominada por ésta”.

El precepto contiene por tanto una presunción de carácter general y un supuesto específico de la misma. Analizaremos separadamente ambos.

2.2.2.1. Cláusula general.

De acuerdo con la cláusula general la presunción se establece cuando, por cualesquiera otros medios, una o varias sociedades se hallen bajo dirección única. Independientemente de lo reseñado en los apartados anteriores relativo al carácter societario de la dominante si existiere y a las dudas respecto a la inclusión de los grupos por coordinación dentro del ámbito del precepto, éste plantea otras cuestiones, en particular qué debe entenderse por “otros medios”. De acuerdo con la literalidad del precepto cabe incluir aquí cualquier otro medio de asegurar la dirección unitaria distinto del control interno con participación de la dominante como socio de la sociedad.

Quedarán incluidos por tanto todos los supuestos de control externo, ya sean de carácter contractual o de carácter extracontractual. El control externo, en los supuestos en que la empresa controlada sea una sociedad, se resuelve en la sujeción de todos los socios por igual al poder de un tercero, a diferencia de lo que sucede con el control interno que se resuelve en la sujeción de algunos socios —socios minoritarios o externos al grupo de control— a los otros —socios de control—.

Dentro de los casos de control externo de carácter contractual nos encontraríamos con los supuestos del “leveraged buy out”, en el que una entidad de crédito es titular de la mayor parte de los créditos contra una sociedad que se encuentra en una situación financiera deficiente, contratos que lleven aparejada la transferencia de la mayor parte o la totalidad de los beneficios a una sociedad no socio o incluso algunos contratos de cambio como el de franquicia cuando generan relaciones en que, estando el poder de dirección del franquiciado extraordinariamente limitado, producen la transferencia de la mayor parte de los beneficios al franquiciador y colocan al franquiciado en una situación de dependencia en el mercado respecto de aquél.

En el caso del control externo de carácter extracontractual el supuesto típico es el de administradores cruzados al que nos referiremos en el siguiente apartado.

2.2.2.2. Administradores cruzados.

El proyectado número 2 del artículo 42 introduce como presunción de la existencia de unidad de decisión que “...la mayoría de los miembros del órgano de administración de la sociedad dominada sean miembros del órgano de administración o altos directivos de la sociedad dominante o de otra dominada por ésta”. Se trata del supuesto típico de administradores cruzados que ya venía constituyendo una presunción de unidad de decisión respecto a los grupos en el ámbito del mercado de valores. Dado que, a diferencia del precepto citado, el artículo 42 puede ser aplicado a sociedades que tengan un órgano de administración constituido en una forma distinta a la de Consejo de Administración, se sustituye la mención a consejero del artículo 4 LMV por la mención a miembro del órgano de administración de la versión proyectada.

Ello implica que operará igualmente la presunción cuando la identidad relevante se produzca respecto a un administrador único, a los dos administradores mancomunados y a la mayoría de los miembros del Consejo de Administración. Mayores problemas plantea el supuesto de administradores solidarios. En este caso parece que hubiera sido mejor solución vincular la presunción a la identidad de un único administrador solidario; en todo caso la vinculación a la identidad respecto a la mayoría de los administradores solidarios aporta un plus de seguridad respecto al uso de la presunción.

La identidad de los miembros del órgano de administración de la dominada deberá producirse respecto de administradores, miembros del Consejo de Administración o altos directivos de la dominante o de otras sociedades miembros del grupo.

La coincidencia de administradores entre dos sociedades permite, evidentemente, el control de una sobre la otra al estar el interés personal de los administradores de la dominada claramente orientado hacia la dominante o hacia el grupo como consecuencia de su condición de administradores o altos directivos de la dominante o de otras sociedades pertenecientes al grupo.

Juan Ignacio Ruiz Peris

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— OBRAS GENERALES

EKKENGA, J./HADDING, W./HAMMEN, H., *Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung. Festschrift für Siegfried Kümpel zum 70. Geburtstag*, Berlín (2003), 616 pp.

MOLITERNI, F., *Autoregolamentazione e sorveglianza nei sistemi di pagamento*, Bari (2001), 190 pp.

— NORMATIVA DE LA CEE EN MATERIA BANCARIA

GRUNDMANN, S., “Golden Shares-State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects”, en *Euredia* n.º 4 (2001-2002), p. 623.

KLITSAKI-FORTIS, E., “Mesures européennes pour combattre le financement du terrorisme à la suite des attentats du 11 septembre 2001”, en *Euredia* n.º 4 (2001-2002), p. 597.

MORTON, G., “Modernization of EU financial law: the directive on financial collateral arrangements”, en *Euredia* n.º 1 (2003), p. 11.

RANDZIO-PLATH, CH., “Perspectives sur la réglementation et la supervision financières en Europe”, en *Euredia* n.º 4 (2001-2002), p. 535.

ROEGES, L., “L’affaire Peter Paul, une affaire à suivre”, en *Euredia* n.º 1 (2003), p. 5.

SAINT MARS, B. de, “La révision de la directive sur les services d’investissement. Quels enjeux?”, en *Euredia* n.º 4 (2001-2002), p. 543.

— ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

ATELLI, M., “Le fondazioni di origine bancaria fra transizione infinita verso il diritto privato e innovazioni dell’ordenamento regionale in materia creditizia”, en *Giur. Cost.* (2001), p. 4.183.

BANCOS

BARTALENA, A., “Capitale iniziale e conferimenti in danaro nella s.p.a. bancaria”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 1.^a (2003), p. 134.

COOPERATIVAS DE CRÉDITO

RUBERTIS, C. de, “Incorporazione di banche di credito cooperativo e art. 17 della l. 23 dicembre 2000, n. 388: tutto da rifare o da disfare?”, en *Dir. Banc.* (2001), I, p. 561.

— SECRETO BANCARIO (INFORMACIONES DE LA BANCA)

BRUCHEZ, M./BRINDLE, P., “Sistema de información y de cooperación suiza y en el seno de la Unión Europea en la lucha contra el blanqueo de dinero”, *La Ley* n.º 3830 (23 de julio de 2003), p. 1 y ss.

TEITELBAUM, D.E./KAUFMANN, K.F., “Current Developments in Anti-Money Laundering Laws”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2003), p. 1.149.

— BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)

BOLINA, H., “Market Manipulation and Insider dealing in the new market abuse directive (2003/6/EC)”, en *Euredia* n.º 4 (2001-2002), p. 555.

O’GILVIE, M.H., “Change, Challenge, Opportunity: Canadian Banking Sector Restructured Again”, en *The Journal of Business Law* (septiembre 2003), p. 487.

— CONTRATOS BANCARIOS

AMBROSE, S.F./GELB, J.W., “Consumer Privacy Regulation, Enforcement, and Litigation in the United States”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2003), p. 1.181.

BARR, L.B./MILLER, F.H./HARRELL, A.C., “Introduction to the 2003 Annual Survey of Consumer Financial Services Law: Of Statutory Aging and Process Failure”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2003), p. 1.131.

BENOIT, M.A./LOVOY, E.A., “Update on Consumer Financial Privacy Legislation and Regulation”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2003), p. 1.163.

BERGER, M., *Treu und Glauben und vorvertragliche Aufklärungspflichten im US-amerikanischen und deutschen Recht* Göttingen, Cuvillier (2003), 266 pp.

BERNARDEAU, L., “Droit international privé et services financiers de détail-2.^{ème} partie: les conflits de lois”, en *Euredia* n.º 1 (2003), p. 59.

CAPOBIANCO, E., “I contratti delle banche: trasparenza ed equilibrio nei rapporti con la clientela”, en *Dir. Banc.* (2002), I, p. 198.

CASALE, F., “Costituzione in mora, presunzione di conoscenza e abuso del diritto: spunti in tema di esecuzione dei contratti dell’impresa bancaria”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 2.^a (2003), p. 137.

HUIZINGA, J.A./O’KEEFE, P.K., “Recent Developments Under the Fair Credit Reporting Act”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2003), p. 1.137.

MARTÍNEZ-NADAL, A., “Aproximación al concepto jurídico de dinero electrónico”, *La Ley* n.º 5842 (4 de septiembre de 2003), p. 1.

MINERVINI, G., “Note in tema di estinzione degli usi (a propósito dei cc.dd. usi bancari anatocistici)”, en *Dir. Banc.* (2002), I, p. 177.

MORETTI, C., “Revocatoria fallimentare dei pagamenti e tassa di registro”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 2.^a (2003), p. 226.

NELSON, V.A., “Use of UCE: State Laws Regarding Unsolicited Commercial Electronic Mail Advertisements”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2003), p. 1203.

PIZZI, P., “Profili giuridici del ‘trading on line’”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 1.^a (2003), p. 160.

SPINDLER, G./BORN, M., “Cross-border payments after Regulation 2560/2001: Another step stone to integrated European markets?”, en *Euredia* n.º 4 (2001-2002), p. 577.

— GARANTÍAS EN LA ACTIVIDAD BANCARIA

BRIOLINI, F., “Brevi note in tema di costituzione e perfezionamento del pegno su titoli azionari”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 2.^a (2003), p. 220.

KINT, F./DERIJCKE, W., “La directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière au regard des principes généraux du droit des sûretés”, en *Euredia* n.º 1 (2003), p. 41.

SPARANO, E., “Il recesso notificato dal fideiussore”, en *Dir. Banc.* (2001), I, p. 440.

DERECHO BURSÁTIL

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES Y EN LA CEE

ANNUNZIATA, F., “Verso una disciplina comune delle garanzie finanziarie. Dalla Convenzione dell’Aja alla Collateral Directive (Direttiva 2002/47/CE)”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 1.^a (2003), p. 177.

ATKINS, “Der US-Sarbanes-Oxley Act: Zielsetzungen, Inhalt und Implementierungsgegenstand” en *Der Konzern* n.º 4 (2003), p. 260.

BESSONE, M., *I mercati mobiliari*, Milán (2002), pp. X-258.

BORGES, G., “Selbstregulierung im Gesellschaftsrecht-zur Binding an Corporate Governance-Kodizes”, en *ZGR* n.º 4 (2003), p. 508.

CAMPOBASSO, G.F., “Voto di lista e patti parasociali nelle società quotate”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 1.^a (2003), p. 125.

CARIELLO, V., “La direttiva 2001/34/CE riguardante l’ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e la proposta di direttiva sul prospetto per l’offerta al pubblico”, en *Europa e dir. Priv.* (2002), p. 567.

CARRATO, A., “La disciplina del protesto, il regime di pubblicità e le forme di responsabilità ricollegabili all’illegittimità od errónea levata del protesto”, en *Vita not.* (2002), p. 549.

FELDKÄMPER, “Empirische Untersuchung der Segmentberichterstattung am deutschen Kapitalmarkt”, en *DB* n.º 27/28 (2003), p. 1453.

GELHAUSEN, H.F./HÖNSCH, H., “Folgen der Änderung des Deutschen Corporate Governance Kodex für die Entsprechendserklärung”, en *Die Aktien-Gesellschaft* n.º 7 (2003), p. 367.

GRUSON, M./KUBICEK, M., “Der Sarbanes-Oxley Act, Corporate Governance und das deutsche Aktienrecht (Teil I)”, en *AktienGesellschaft* n.º 7 (2003), p. 337.

HAESLER, H./GAMPE, I., *Corporate Governance. Unternehmensverfassung, Spitzenorganisation und Überwachungsarchitektur*, Viena (2002), 228 pp.

HENSSLER, “Der Einfluss der Sarbanes Oxley Acts auf die Fortentwicklung des deutschen Gesellschaftsrechts-Eine Einführung”, en *Der Konzern* n.º 4 (2003), p. 255.

KALSS, “Der Aufsichtsrat in der börsennotierten Gesellschaft nach österreichischem Recht-ausgewählte Fragen”, en *NZG* n.º 8 (2003), p. 374.

KEMPF, A., *Die Novellierung des Investmentrechts 2002. Nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz*, Frankfurt (2002), 290 pp.

KÖPKE, R./RÖHR, W., *Codes of Conduct. Verhaltensnormen für Unternehmen und ihre Überwachung*, Colonia (2003), 219 pp.

KRÄMER, H., *Das Unternehmensinteresse als Verhaltensmaxime der Leitungsorgane einer Aktiengesellschaft im Rahmen der Organhaftung-in Abgrenzung zum Gesellschaftsinteresse und unter Berücksichtigung US-amerikanischer Rechtsprechung und Literatur*, Berlín (2002), 202 pp.

KRAUSE, “Sarbanes-Oxley Act und deutsche Mitbestimmung”, *WM* n.º 16 (2003), p. 762.

LERNER, L.M., “Disclosing Toxic PIPEs: Why the SEC Can and Should Expand the Reporting Requirements Surrounding Private Investments in Public Equities”, en *The Business Lawyer* n.º 2 (2003), p. 655.

LUTTER, “Corporate Governance und ihre aktuellen Probleme, vor allem: Vorstandsvergütung und ihre Schränke”, en *ZIP* n.º 17 (2003), p. 737.

MANN, A., *Corporate Governance Systeme. Funktion und Entwicklung am Beispiel von Deutschland und Grossbritannien*, Berlín (2003), 342 pp.

PARK, “Kapitalmarktstrafrechtliche Neuerungen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes”, en *BB* n.º 30 (2003), p. 1.513.

RUHNKE, K., “Prüfung der Einhaltung des Deutschen Corporate Governance Kodex nach JPW EPS 345 durch den Abschlussprüfer”, en *Die Aktien-Gesellschaft* n.º 7 (2003), p. 371.

SCHEFFLER, E., “Aufgaben und Zusammensetzung von Prüfungsausschüssen (Audit Committees)”, en *ZGR* n.º 2 (2003), p. 236.

SCHLÖSSER, “Verhaltenspflichten von Wertpapieranalysten nach der Bekanntmachung der BaFin zu Paragraph 34b WpHG”, en *BKR* n.º 10 (2003), p. 404.

SCHUSTER, “Kapitalmarktrechtliche Verhaltenspflichten von Organmitgliedern am Beispiel des Paragraphs 15a WpHG”, en *ZHr* n.º 2-3 (2003), p. 193.

SEIBT, C.H., “Deutscher Corporate Governance Kodex: Antworten auf Zweifelsfragen der Praxis”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 9 (2003), p. 465.

SÜSSMANN, “Anwendungsprobleme des WpÜG”, en *WM* n.º 30 (2003), p. 1453.

THÉVENOZ, L./ZULAUF, U., *Bank-und Finanzmarktrecht 2003. BF 2003. Regulierung und Selbstregulierung der Banken, Börsen, Effektenhändler, Anlagefonds und Finanzmärkte in der Schweiz*, Zurich (2003), 1.432 pp.

— RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN DE LOS MERCADOS

LÖSLER, T., *Compliance im Wertpapierdienst-leistungskonzern*, Berlín (2003), 315 pp.

ULLRICH, V., *Abfindung und Börsenkurs-Möglichkeiten zur Bemessung aktienrechtlicher Abfindungs-und Ausgleichsansprüche (Paragraphs 304, 305, 320b AktG) nach dem Börsenkurs. Eine juristisch-ökonomische Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung der DAT/Altana-Rechtsprechung*, Frankfurt (2003), 230 pp.

— ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y EXCLUSIÓN

ARONSTAM, B./BALOTTI, F./REHBOCK, T., “Delaware’s Going-Private Dilemma: Fostering Protections for Minority Shareholders in the Wake of Siliconix and Unocal”, en *The Business Lawyer* n.º 2 (2003), p. 519.

HEIDKAMP, B., *Die Rechte der Aktionäre beim Börsengang von Tochtergesellschaften*, Herzogenrath (2003), 212 pp.

KRUSE, T., *Das “kalte” Delisting börsenorientierter Aktiengesellschaften*, Frankfurt (2003), 206 pp.

— CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL

BUISSON, “Die Reichweite der Erlaubnistatbestände Emissionsgeschäft und Eigenhandel für andere in Paragraph 1 Kreditwesengesetz (KWG)”, en *WM* n.º 29 (2003), p. 1.401.

HANTEN, “Aufsichtsrechtliche Erlaubnispflicht bei grenzüberschreitenden Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen”, en *WM* n.º 29 (2003), p. 1.412.

REUSCHLE, “Das neue IPR für Intermediär-verwahrte Wertpapiere”, en *BKR* n.º 14 (2003), p. 562.

— OPERACIONES A PLAZO

MELZER, “Zum Begriff des Finanztermingeschäfts”, en *BKR* n.º 9 (2003), p. 366.

ZIMMER/UNLAND, “Vertretung beim Abschluss von Termingeschäften nach neuem Recht”, en *BB* n.º 28/29 (2003), p. 1445.

— OPAs

BANERJEA, “Der Schutz von Übernahme-und Fusionsplänen-Überlegungen zur Zulässigkeit und Gestaltung sog. Deal-Protection-Abreden”, en *DB* n.º 27/28 (2003), p. 1.489.

BRÖCKER, N./WEISNER, A., *Übernahmeangebote. Unternehmens- und Beteiligungserwerb nach dem WpÜG*, Colonia (2003), 158 pp.

DIREGGER, C./KALSS, S./WINNER, M., *Das österreichische Übernahmerecht*, Viena (2003), 332 pp.

GAMPENRIEDER, “Squeeze-out: Die Verbindung von Trennungseffekt und angemessener Abfindung-Überlegungen auch aus empirischer Sicht”, en *Wpg* n.º 9 (2003), p. 481.

HAMANN, A., *Minderheitenschutz beim Squeeze-out-Beschluss: Materielle Rechtmässigkeitskontrolle des gemäss Paragraph 327 a Abs. 1 Satz 1 AktG zu fassenden Hauptversammlungsbeschlusses*, Colonia (2003), 266 pp.

KARRER, G., *Die Angemessenheit der Leistung im Konzern-, Übernahme- und Ausschlussrecht*, Baden-Baden (2003), 271 pp.

KRAFT, G./JÄGER, M./DREILING, A., *Abwehrmassnahmen gegen feindliche Übernahmen im Spiegel rechtspolitischer Diskussion und ökonomischer Sinnhaftigkeit*, Wittenberg (2003), 41 pp.

KÜTING, “Der Ausschluss von Minderheiten nach altem und neuem Recht-unter besonderer Berücksichtigung des ‘Squeeze Out’”, en *DStR* n.º 20-21 (2003), p. 838.

LIEBS, R./WEISNER, A., *Der Unternehmenskauf. Praktikerhinweise und-empfehlungen für Unternehmenskäufer und-erkäufer sowie ihre Berater*, Colonia (2003), 115 pp.

MATTES/GRAF von MALDEGHEM, “Unternehmensbewertung beim Squeeze Out”, en *BKR* n.º 13 (2003), p. 531.

MÖLLER, A., *Das neue Übernahmegesetz*, Colonia (2002), 120 pp.

RAGOTZKY, S., *Unternehmensverkauf und asymmetrische Information*, Frankfurt (2003), 247 pp.

SEIBT/REICHE, “Beschränkung der Garantiehaftung beim Unternehmenskauf und Paragraph 444 BGB: Klarstellung durch Gesetzentwurf”, en *DB* n.º 29 (2003), p. 1.560.

SEULEN, G., *Der Entwurf der EG-Übernehmerichtlinie 1999 und deren mögliche Umsetzung in das deutsche Recht*, Münster (2003), 320 pp.

THAETER, R./BRANDI, T., *Öffentliche Übernahmen. Recht und Praxis der Übernahme börsennotierter Unternehmen*, Munich (2003), 700 pp.

— RÉGIMEN DE LOS INSIDER

BAUMS, “Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes”, en *ZHR* n.º 2-3 (2003), p. 139.

KIETHE, “Das Recht des Aktionärs auf Auskunft über riskante Geschäfte (Risikoversorge)”, en *NZG* n.º 9 (2003), p. 401.

MEYER, “Aspekte einer Reform der Prospekthaftung-Eine Würdigung der Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentages”, en *WM* n.º 27/28 (2003), pp. 1.301 y 1.349.

MÜHLBAUER, “Zur Einordnung des ‘Scalping’ durch Anlageberater als Insiderhandel nach dem WpHG”, en *Wistra* n.º 5 (2003), p. 169.

RATTUNDE/BERNER, “Insolvenz einer börsennotierten Aktiengesellschaft-Pflicht des Insolvenzverwalters zur Publikation von Ad-hoc-Mitteilungen nach dem Wertpapierhandelsgesetz”, en *WM* n.º 27 (2003), p. 1.313.

— SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN

BURIL-BOMER, S., *Anlegerschutz bei kollektiven Kapitalanlagen in der Schweiz*, Zurich (2002), 294 pp.

COSSU, M., *La “gestione di portafogli di investimento” tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari*, Milán (2002), pp. VIII-260.

SANGUINETTI, A./FORTE, M., *Le società di intermediazione mobiliare*, Milán (2002), pp. XIV-322.

TÍTULOS VALORES

— VALORES MOBILIARIOS

ACCIONES

BARACHINI, F., “In tema di diritto di ispezione del socio sulle deleghe assembleari”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 2.^a (2003), p. 125.

BOSSE, C., *Erwerb eigener Aktien. Rechte des Aktionärs von dem Hintergrund des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)*, Frankfurt (2002), 179 pp.

CENTONZE, M., “Sulla delibera maggioritaria di eliminazione della clausola di prelazione dallo statuto delle s.p.a.”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 2.^a (2003), p. 188.

FUCHS, A., “Tracking Stock-Spartenaktien als Finanzierungs-instrument für deutsche Aktiengesellschaften”, en *ZGR* n.º 2 (2003), p. 167.

HARRIS, T.J., “Modeling the Conversion Decisions of Preferred Stock”, en *The Business Lawyer* n.º 2 (2003), p. 587.

LEHMEIER, H.-O., *Aktienoptionspläne als Vergütungsinstrument. Vergleichende Darstellung von alternativen Ausgestaltungen*, Frankfurt (2003), 289 pp.

VETTER, J., “Die Gegenleistung für den Erwerb einer Aktie bei Ausübung einer Call Option-Überlegungen zu Paragraph 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG und Paragraph 31 Abs. 6 WpÜG”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 9 (2003), p. 478.

ÍNDICE GENERAL DEL AÑO 2003

	N.º de Revista	Página
ARTÍCULOS		
— El depósito bancario estructurado. <i>Emilio Díaz Ruiz y Salvador Ruiz Bachs</i>	89	9
— Prenda de créditos y negocio fiduciario —venta en garantía—. <i>Abel Benito Veiga Copo</i>	89	57
— Las garantías del contrato de futuros financieros. <i>Alfonso de Contreras Vilches</i>	89	125
— En torno a la garantía a primera demanda. <i>Isabel Rodríguez Díaz</i>	90	7
— La manipulación del mercado de valores a través de internet. Nuevas armas para problemas antiguos. <i>Beatriz Belando Garín</i>	90	53
— Aproximación al estudio de los <i>squeeze-outs</i> en el Derecho español. <i>Cándido Paz-Ares</i>	91	7
— La prenda de créditos financieros diferenciales. <i>Jesús Alemany Equidazu</i>	91	39
— Los sistemas de investigación extraordinaria de la gestión social por expertos independientes en Derecho comparado: una propuesta <i>de lege ferenda</i> . <i>Carlos Vargas Vasserot y Klaus Rentsch</i>	91	85
— Una aproximación al derecho de las OPAS competidoras (A propósito de una reforma reciente), <i>M.ª Isabel Sáez Lacave</i>	92	7

	N.º de Revista	Página
— Consecuencias civiles por inexactitudes u omisiones del folleto informativo de OPA/OPS. <i>M.ª Rosa Tapia Sánchez</i>	92	49
— La comisión de control de cumplimiento normativo (<i>compliance committee</i>) del Consejo de Administración. <i>Javier Wenceslao Ibáñez Jiménez</i>	92	89

CRÓNICA

— Líneas generales del régimen del Comité de auditoría de las sociedades cotizadas. <i>Fernando Sánchez Calero</i> .	89	191
— El código de conducta de los miembros del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. <i>María Àngels Orriols Sallés</i>	89	219
— Buena fe y contratación bancaria desde el futuro Derecho contractual europeo (diligencia y responsabilidad contractuales por error en el abono en cuenta corriente bancaria). <i>Manuel Chamorro Posada</i>	89	233
— Controles administrativos sobre una OPA y posibilidades de defensa. <i>Santiago González-Varas Ibáñez</i> .	89	251
— Un cambio en la definición de “capital-riesgo”: artículo 19 párrafo primero de la Ley Financiera. <i>Marta García Mandaloniz</i>	90	91
— Los requisitos formales de la letra de cambio y el actual modelo oficial. <i>José Luis Pérez-Serrabona González</i>	90	119
— Gran Bretaña: Informe sobre la revisión del papel de los consejeros no ejecutivos. <i>Blanca Puyol Martínez-Ferrando</i>	90	151
— El Convenio de La Haya sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario. <i>Francisco J. Garcimartín Alférez</i>	90	163

	N.º de Revista	Página
— ¿Es válido el sistema vigente de responsabilidad de los administradores respecto a las sociedades bursátiles? <i>M.ª Isabel Candelario Macías</i>	91	119
— La Ley Mexicana para regular las agrupaciones financieras. <i>Xavier Ginebra y Serrabou</i>	91	191
— Modificaciones introducidas en el régimen jurídico de las OPAs por el Real Decreto 432/2003. <i>Laura Salazar Martínez-Conde</i>	91	229
— Actualidad y vigencia práctica de las garantías “a primer requerimiento” en la reciente jurisprudencia. <i>José Carlos Espigares Huete</i>	92	135
— La crisis del sistema de financiación de los cursos de idiomas. <i>Irene Escuin Ibáñez</i>	92	159

DOCUMENTOS

— Informe del Grupo de expertos de alto nivel de Derecho de sociedades de la Comisión Europea	89	277
— Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición .	89	345
— Convenio sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario	90	193

JURISPRUDENCIA

— Fianza en garantía de obligaciones futuras. Fianza prestada por uno de los cónyuges y modificación posterior del régimen económico matrimonial. <i>Andrés Domínguez Luelmo</i>	89	369
--	----	-----

	N.º de Revista	Página
— Nueva doctrina legal sobre las “opciones sobre acciones (stock options)”. Su incidencia en el cálculo de indemnizaciones. <i>Antonio Tapia Hermida / Antonio David Tapia Frade</i>	90	211
— Las cláusulas abusivas en las condiciones generales de los contratos relacionadas con la carga de la prueba. <i>Cristina Carretero González</i>	90	251
— Falsificación de tarjetas de crédito y uso fraudulento de las mismas. <i>Luis Rodríguez Ramos y Joaquín Rodríguez de Miguel</i>	91	251
— La pignoración de un seguro de crédito y la necesidad del consentimiento de la aseguradora. <i>Abel B. Veiga Copo</i>	91	281
— La indefensión producida por maquinaciones fraudulentas en la realización de actos de comunicación y el recurso de revisión civil. <i>Cristina Carretero González</i> .	92	179
— Nulidad y rescisión de transmisión de propiedad y simultánea hipoteca de los bienes transmitidos en fraude de acreedores. <i>Daniel Rodríguez Ruiz de Villa</i> ..	92	197
— De nuevo: La falta de indicación del tomador de la letra y la jurisprudencia contradictoria. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	92	217

NOTICIAS

— La responsabilidad del auditor frente a los acreedores. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	89	395
— Publicación del Informe Winter sobre el Derecho de sociedades en Europa. <i>Fernando Sánchez Calero</i>	89	396
— 35.º Período de Sesiones del Plenario de UNCITRAL-CNUDMI (Comisión de Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional). <i>David Morán Bovio</i> .	89	401

	N.º de Revista	Página
— Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	89	413
— Propuestas de la SEC para la reforma de la <i>SARBANES-OXLEY ACT</i> sobre independencia del auditor y deber de custodia de los papeles de auditoría. <i>M.ª Victoria Petit Lavall</i>	89	415
— Evolución del Derecho europeo hacia una mayor transparencia de las sociedades cotizadas ante la presión del funcionamiento en la UE de un mercado único de valores. <i>Fernando Sánchez Calero</i>	89	419
— El Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	89	423
— Lista enunciativa de los mercados regulados europeos. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i>	89	426
— Dictamen del Comité Económico y Social sobre la Comunicación en materia de Derecho contractual europeo. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	89	427
— Publicación del Informe Aldama. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i>	89	430
— Mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre el aceite de oliva. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> .	89	431
— Propuesta de Directiva comunitaria sobre crédito a los consumidores. <i>María Candela Sánchez de Miguel</i> .	89	433
— Nuevo régimen jurídico en la comunicación de la relación de agentes de las Entidades de Crédito y acuerdos celebrados para la prestación habitual de servicios financieros (Circular 6/2002 del Banco de España). <i>Jon Salinas Aguirre</i>	89	435
— Regulación de la modalidad de sociedad de responsabilidad limitada denominada “nueva empresa”. <i>Fernando Sánchez Calero</i>	90	273

	N.º de Revista	Página
— Sentencia del Tribunal de Justicia Europeo sobre gestión de carteras de inversión. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	90	274
— Nuevas normas de contabilidad en el Sistema Europeo de Bancos Centrales. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i> ...	90	278
— Estadística sobre la constitución y vida de las sociedades en el Registro Mercantil durante el año 2002. <i>Alberto J. Tapia Hermida</i>	90	278
— Incorporación de técnicas telemáticas para la seguridad preventiva. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> .	90	280
— Informe sobre la propiedad accionarial en Gran Bretaña. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	90	283
— Valoración de inmuebles a efectos financieros: La Orden ECO/805/2003. <i>Alberto J. Tapia Hermida</i> ...	90	284
— Resolución de la FSA británica en materia de divulgación de hechos relevantes. <i>Yolanda Azanza</i>	90	286
— Implantación de tasas judiciales. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	90	292
— Proyecto de Ley de Transparencia de las Sociedades Cotizadas. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	90	293
— La supervisión de los conglomerados financieros en la Unión Europea: La Directiva 2002/87/CE. <i>Alberto J. Tapia Hermida</i>	90	300
— Primer Seminario Harvard-Complutense de Derecho de los Negocios (“La protección del accionista inversor en los mercados de valores españoles y la experiencia estadounidense”). <i>Alfredo Muñoz García / M.ª Sagrario Navarro Lérida</i>	90	304
— Informe de buen gobierno de las Cajas de Ahorros. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	90	314

	N.º de Revista	Página
— Modificaciones en el régimen de los fondos de titulización de activos para favorecer la financiación empresarial: La Orden ECO/1064/2003. <i>Alberto J. Tapia Hermida</i>	91	319
— Reforma del régimen aplicable al Comité Consultivo de la CNMV. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i>	91	321
— Comunicación de la Comisión Europea relativa a la modernización del derecho de sociedades y mejora del buen gobierno de las empresas. <i>Blanca Puyol Martínez-Ferrando</i>	91	321
— El Proyecto de Ley de Instituciones de Inversión Colectiva. <i>Alberto J. Tapia Hermida</i>	91	325
— Medidas legales contra el blanqueo de capitales. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	91	329
— La Directiva 2003/6/CE sobre el Abuso de Mercado. <i>Alberto J. Tapia Hermida</i>	91	332
— Ley de garantías en la venta de bienes de consumo. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	91	336
— Aprobado el Reglamento de Régimen Interior de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por Resolución de su Consejo de 10 de julio de 2003. <i>Alberto J. Tapia Hermida</i>	91	338
— Aprobación del Reglamento y de la Directiva sobre la Sociedad Cooperativa europea. <i>Fernando Sánchez Calero</i>	92	229
— Revisión de las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos en Cooperativas de Crédito. <i>Alfonso Guilar-te Gutiérrez</i>	92	231
— Aprobación de la Directiva sobre los requisitos de información con respecto a ciertos tipos de empresas. <i>María Candelas Sánchez Miguel</i>	92	231

	N.º de Revista	Página
— Ley Tipo de Defensa de la Competencia (UNCTAD). <i>María Gómez Mendoza</i>	92	232
— Modificación del régimen del Comité de Auditoría. <i>Fernando Sánchez Calero</i>	92	234
— Informe del Banco Central Europeo sobre la Propuesta de Directiva sobre folleto informativo. <i>Christi Amesti Mendizábal</i>	92	236
— Sentencia de la Sala Tercera del Tribunal Supremo so- bre sanción a una sociedad de valores por negociación por cuenta propia con los titulares de las carteras que gestiona. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	92	239
— Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parla- mento: “Refuerzo de la auditoría legal en la UE”. <i>Ma- ría Candelas Sánchez Miguel</i>	92	242
— Memoria del Servicio de Reclamaciones del Banco de España 2002. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	92	244
— La Directiva 2003/41/CE sobre los Fondos de Pensio- nes de Empleo. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> ..	92	245
— Incremento de la transparencia de las sociedades en la Ley Francesa sobre Seguridad Financiera. <i>Alberto Ayala</i>	92	249
— Revisión del Código de Buen Gobierno Británico. <i>Blanca Puyol Martínez-Ferrando</i>	92	250
— Leve modificación de la Ley de Crédito al Consumo. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i>	92	252
— Los pactos parasociales en la reforma del <i>Codice Civi-</i> <i>le</i> . <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	92	253
— Grupo y área de consolidación en el Código de Comer- cio. <i>Juan Ignacio Ruiz Peris</i>	92	255