

ÍNDICE

Página

ARTÍCULOS

- En torno a la garantía a primera demanda. *Isabel Rodríguez Díaz* . 7
- La manipulación del mercado de valores a través de internet. Nuevas armas para problemas antiguos. *Beatriz Belando Garín* 53

CRÓNICA

- “Un cambio en la definición de “capital-riesgo”: artículo 19 párrafo primero de la Ley Financiera”. *Marta García Mandaloniz* 91
- Los requisitos formales de la letra de cambio y el actual modelo oficial. *José Luis Pérez-Serrabona González* 119
- Gran Bretaña: Informe sobre la revisión del papel de los consejeros no ejecutivos. *Blanca Puyol Martínez-Ferrando* 151
- El Convenio de La Haya sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario. *Francisco J. Garcimartín Alférez* 163

DOCUMENTOS

- Convenio sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario 193

JURISPRUDENCIA

- Nueva doctrina legal sobre las “opciones sobre acciones (stock options)”. Su incidencia en el cálculo de indemnizaciones. *Antonio Tapia Hermida / Antonio David Tapia Frade* 211

- Las cláusulas abusivas en las condiciones generales de los contratos relacionadas con la carga de la prueba. *Cristina Carretero González*. 251

NOTICIAS

1. Regulación de la modalidad de sociedad de responsabilidad limitada denominada “nueva empresa”. *Fernando Sánchez Calero* 273
2. Sentencia del Tribunal de Justicia Europeo sobre gestión de carteras de inversión. *Alberto Javier Tapia Hermida* 274
3. Nuevas normas de contabilidad en el Sistema Europeo de Bancos Centrales. *Jaime Baillo Morales-Arce* 278
4. Estadística sobre la constitución y vida de las sociedades en el Registro Mercantil durante el año 2002. *Alberto J. Tapia Hermida* . 278
5. Incorporación de técnicas telemáticas para la seguridad preventiva. *Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro* 280
6. Informe sobre la propiedad accionarial en Gran Bretaña. *Juan Sánchez-Calero Guilarte* 283
7. Valoración de inmuebles a efectos financieros: La Orden ECO/805/2003. *Alberto J. Tapia Hermida* 284
8. Resolución de la FSA británica en materia de divulgación de hechos relevantes. *Yolanda Azanza* 286
9. Implantación de tasas judiciales. *Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro* 292
10. Proyecto de Ley de Transparencia de las Sociedades Cotizadas. *Juan Sánchez-Calero Guilarte* 293
11. La supervisión de los conglomerados financieros en la Unión Europea: La Directiva 2002/87/CE. *Alberto J. Tapia Hermida* 300
12. Primer Seminario Harvard-Complutense de Derecho de los Negocios (“La protección del accionista inversor en los mercados de valores españoles y la experiencia estadounidense”). *Alfredo Muñoz García / M.ª Sagrario Navarro Lérída* 304
13. Informe de buen gobierno de las Cajas de Ahorros. *Juan Sánchez-Calero Guilarte* 315

BIBLIOGRAFÍA

- Bibliografía 319

ARTÍCULOS

EN TORNO A LA GARANTÍA A PRIMERA DEMANDA

ISABEL RODRÍGUEZ DÍAZ
Profesor Titular de Derecho Mercantil
Universidad de Las Palmas de Gran Canarias

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. CONCEPTO DE GARANTÍA A PRIMERA DEMANDA.
 - 1. Elementos personales del contrato.**
 - 2. Contenido de la obligación del garante.**
 - 3. Tiempo de la obligación del garante y reclamación.**
 - 4. El supuesto de hecho de la garantía.**
 - 5. Excepciones oponibles por el garante.**
- III. LA GARANTÍA A PRIMERA DEMANDA COMO PARTE DE UNA OPERACIÓN COMPLEJA.
- IV. LA GARANTÍA A PRIMERA DEMANDA COMO GARANTÍA INDEPENDIENTE.
- V. CARÁCTER SUBSIDIARIO DE LA OBLIGACIÓN DEL GARANTE. ¿Y SOLIDARIO?
- VI. CARACTERES DEL CONTRATO.

RDBB núm. 90 / Abril-Junio 2003

- VII. FUNCIÓN ECONÓMICA DE LA G.P.D. VENTAJAS Y DESVENTAJAS PARA LAS PARTES INTERVINIENTES.
- VIII. LA GARANTÍA A PRIMERA DEMANDA COMO CONTRATO DE GARANTÍA.
- IX. LA GARANTÍA A PRIMERA DEMANDA COMO CONTRATO ATÍPICO. ANÁLISIS COMPARATIVO CON OTRAS FIGURAS AFINES.
1. **Con respecto a la fianza.**
 2. **Con respecto al aval bancario.**
 3. **Con respecto al crédito documentario.**
 4. **Con respecto a las cartas de patrocinio o de confort.**
 5. **Con respecto al aval cambiario.**
 6. **Con respecto al seguro de caución.**
 7. **Con respecto a la carta de crédito *standby*.**
- X. LA CAUSA EN LA GARANTÍA A PRIMERA DEMANDA.
- XI. LA GARANTÍA A PRIMERA DEMANDA, ¿GARANTÍA ABSTRACTA?
- XII. LA *EXCEPTIO DOLI*.
-

I. INTRODUCCIÓN

Diversos son los estudios que hasta el momento presente se han llevado a cabo sobre las garantías a primera demanda (g.p.d.). No pretendemos pues con el nuestro descubrir nada nuevo, pero sí realizar una modesta aportación en el avance sobre la configuración de este instituto.

Situándonos en su origen, la g.p.d. nace en el campo del Derecho público ante la necesidad de encontrar un instrumento capaz de sustituir al depósito caucional que con frecuencia se veía el deudor obligado a realizar, el cual comportaba la creación de un depósito de dinero y/o de títulos que le generaban un elevado coste financiero debido a la improductividad de los bienes depositados, afectando consiguientemente a su capacidad económica. Con posterioridad, esta modalidad contractual se incorpora al tráfico mercantil internacional, intensificándose su utilización tras la II Guerra Mundial principalmente en el sector bancario, de tal forma que su creciente relevancia despertó el interés de diversos organismos a fin de realizar un esfuerzo para dotarla de una regulación uniforme. Surgen de esta manera las “Reglas Uniformes de la Cámara de Comercio Internacional relativas a las Garantías a Primer Requerimiento”

(RUGPR) de 1991, las cuales son reglas derivadas de la práctica que tienen siempre naturaleza contractual⁽¹⁾, es decir, sólo son obligatorias cuando las partes de un contrato las invocan expresamente como contenido del mismo, convirtiéndose en *lex contractus*⁽²⁾.

Esta particularidad de las RUGPR hizo precisa la existencia de una disciplina con fuerza legal, aprobándose así la “Convención de las Naciones Unidas sobre garantías independientes y cartas de crédito contingente”⁽³⁾ (CNU) por la Asamblea General el 11 de diciembre de 1995. A diferencia de las RUGPR, la CNU, firmada y ratificada por los estados miembros de la Organización de Naciones Unidas, tendrá el carácter de ley aplicable a las relaciones contractuales internacionales de esta naturaleza⁽⁴⁾.

(1) Sobre la conceptualización de una normativa de esta naturaleza, ver FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y CALVO CARAVACA: *Derecho mercantil internacional*, 2.^a ed., Madrid, 1995; “El Derecho mercantil internacional. ¿Una nueva categoría sistemática?”, *Cuad. D. y Com.*, n.º 16, 1995, pp. 89 y ss.; GONDRA ROMERO, J.M.: “La moderna *lex mercatoria* y la unificación del Derecho del comercio internacional”, *RDM*, n.º 127, 1973, pp. 7 y ss.; ILLESCAS ORTIZ, R.: “El Derecho uniforme del comercio internacional y su sistemática”, *RDM*, n.º 207, 1993, pp. 37 y ss.; ALONSO UREBA, A.: “Naturaleza y régimen del crédito documentario”, en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil*, tomo I, Madrid, 1994, pp. 34-35.

(2) Así lo expresa el art. 1 cuando dice que “*estas reglas se aplicarán a cualquier garantía a demanda y modificación de la misma (...) en la que se declare que queda sometida a las Reglas Uniformes de la CCI relativas a las Garantías a Primer Requerimiento (...) salvo que otra cosa se hubiese establecido expresamente en la Garantía o en cualquier modificación de la misma*”. Estas Reglas están destinadas a regular las garantías que se emitan en el comercio internacional, partiendo de la base de que ordenante y beneficiario pertenecen a distintos países. Ello lo corroboran los arts. 27 y 28, los cuales incorporan normas relativas a ley aplicable y jurisdicción competente para conocer de las controversias que puedan surgir. Ver sobre este particular DÍAZ MORENO, A.: “Los trabajos de la UNCITRAL en materia de garantías independientes internacionales”, *RDM*, n.º 207, 1993, pp. 163-164.

(3) La CNU pretende establecer una regulación homogénea para dos tipos de garantías independientes a las que denomina “promesas”: las g.p.d. y las cartas de crédito *standby* (*standby letters of credit*), en nuestro país conocidas como cartas de crédito contingente. Con una carta de crédito *standby*, el banco emisor se compromete a pagar cierta cantidad al beneficiario cuando formule una reclamación que concuerde con las condiciones y los términos de la misma. Siendo lo habitual en una carta de crédito comercial que el beneficiario reclame el pago del banco acreditando el cumplimiento por su parte del contrato subyacente, en el caso de las *standby* dicha reclamación constituye la excepción, e implica que el deudor principal ha incumplido su obligación.

(4) El art. 1.1 dispone que se aplicará a las promesas internacionales mencionadas en el art. 2, si el establecimiento del garante en que se emite la promesa se halla en un Estado contratante, o si las normas de derecho internacional privado conducen a la aplicación de la ley de un Estado contratante, salvo que la promesa excluya la aplicación de la Convención. El mismo art. 1.2 señala que la Convención será aplicable a toda carta de crédito internacional que

Mas las ventajas que este nuevo instrumento ha aportado al mercado internacional han originado su paulatina utilización en el tráfico mercantil de ámbito doméstico. Tratándose de una figura atípica, no sorprende la preocupación que despertó en nuestra doctrina científica, algunos de cuyos estudios serán citados en las siguientes páginas a fin de determinar sus contornos, forma de operar, legalidad, etc., ni el hecho de que ya en diversas ocasiones el Tribunal Supremo se haya pronunciado sobre negocios de esta índole ⁽⁵⁾. En esta labor quisiéramos hacer también nuestra aportación desde la perspectiva del derecho interno y partiendo de la base de que nos encontramos ante un contrato de naturaleza mercantil.

II. CONCEPTO DE GARANTÍA A PRIMERA DEMANDA

Podemos definir el contrato de g.p.d. como aquél por el que una persona (garante), a petición de un tercero (ordenante), se obliga frente otra (beneficiario) a pagarle una o hasta una cantidad máxima de dinero por un tiempo determinado cuando ésta se la reclame, al haberse producido el supuesto de hecho acordado y sin que pueda oponerle más excepciones que las que surgen de la relación de garantía.

1. Elementos personales del contrato

En este contrato intervienen dos elementos personales:

1. *El garante.* Es la persona que se compromete a realizar el pago al beneficiario cuando éste se lo reclame en la forma, plazo y demás condiciones pactadas. Garante puede serlo en principio cualquier persona, sea física o jurídica, empresario o no ⁽⁶⁾, pero normalmente son las entidades de crédito quienes asumen tales tipos de compromisos dentro del tráfico mercantil, aunque tam-

no esté recogida en el art. 2, siempre que así se prevea expresamente. En virtud del art. 4.1, una promesa es internacional cuando estén situados en distintos Estados los establecimientos de dos de las siguientes personas: garante/emisor, beneficiario, solicitante, parte ordenante y confirmante.

⁽⁵⁾ A título meramente enunciativo destacar las SSTs de 21-4-1989, 14-11-1989, 2-10-1990, 15-4-1991, 27-10-1992, 17-2-2000, 30-3-2000, 5-7-2000, 13-12-2000, 12-7-2001 y 14-11-2001.

⁽⁶⁾ CARRASCO, CORDERO y MARÍN: *Tratado de los Derechos de Garantía*, Navarra, 2002, pp. 361-362, comentan la imposibilidad de que la g.p.d. sea prestada por un consumidor ni para garantizar las deudas de un consumidor en base a la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios de 19 de julio de 1984.

bién podemos encontrarnos con g.p.d. emitidas por una Sociedad de Garantía Recíproca ⁽⁷⁾. Este tipo de garantía, en cambio, no puede ser asumida por entidades aseguradoras, impresión que pudiera extraerse de la existencia de seguros de caución a los cuales se ha incorporado la cláusula de pago a primer requerimiento, perfectamente compatible. La condición del garante es un dato relevante en orden a calificar el contrato de g.p.d. concreto como civil o mercantil y a determinar la normativa que le pueda ser aplicable.

2. *El beneficiario.* Es quien puede reclamar al garante el pago cuando se dé el supuesto de hecho estipulado. Al igual que en el caso anterior, puede ser persona física o jurídica, empresario o no.

El ordenante de la garantía no es propiamente parte de este contrato pero sí de la operación compleja dentro de la cual el mismo se incardina. Es la persona que solicita al garante la emisión de la garantía a favor del acreedor/beneficiario. Puede ser igualmente persona física o jurídica, empresario o no.

2. Contenido de la obligación del garante

La obligación del garante se caracteriza por ser siempre pecuniaria, pues se compromete a pagar una cantidad de dinero al beneficiario. En este sentido, se señala que es distinta, dado que no suele coincidir con el objeto de la obligación del deudor principal en cuanto a cantidad y calidad, siendo posible incluso que sea más onerosa ⁽⁸⁾, no sólo con respecto a los parámetros indicados sino en cuanto a las condiciones en que el garante se obliga, pues dada la falta de accesoriedad de su obligación, aspecto que comentaremos más adelante, entendemos excluida la aplicación del art. 1826 del CC. Por otro lado, es posible que no se haya determinado la cuantía previamente, pudiendo fijarse entonces en base al art. 1827.2 del CC.

Los rasgos señalados, unidos al hecho de que con este pago el garante no cumple por otro, el deudor, nos permiten afirmar que el beneficiario recibe el pago a título de indemnización, al no haber alcanzado la satisfacción de su interés en la relación subyacente.

(7) Ver MARIMÓN DURA, R.: "Consolidación de la jurisprudencia sobre aval a primera demanda. Avaes prestados por sociedades de garantía recíproca y por entidades de seguros (Sentencias de 17 de febrero de 2000 y 30 de marzo de 2000)", *RDM*, n.º 238, oct-dic, 2000, pp. 1910-1923.

(8) Ver sobre mayor onerosidad de la prestación del garante a CERDA OLMEDO, M.: *Garantía independiente (Nueva forma de garantía personal realizable mediante reclamación del acreedor; surgida de la praxis del comercio internacional)*, Granada, 1991, pp. 27-28. Ver también art. 1826 del CC.

3. Tiempo de la obligación del garante y reclamación

La reclamación del pago por parte del beneficiario ha de producirse dentro del plazo señalado en la garantía, pasado el cual decae la obligación del garante. Además ha de hacerse en la forma prevista y, en su caso, acompañada de los documentos mencionados en la carta de garantía, quedando también el garante obligado a darle traslado al ordenante antes del pago, a fin de que pueda hacer las alegaciones pertinentes (ej., la reclamación es indebida).

Sobre esta cuestión cabe igualmente decir que la duración del contrato de garantía no tiene por qué coincidir con la de la relación subyacente, ni tampoco tienen por qué hacerlo los términos inicial y final (ej., garantías de vicios o defectos).

Atendiendo a la forma de la reclamación, podemos distinguir entre:

1. *Garantía a simple demanda (no justificada)*. Es una modalidad en la que la obligación de pago del garante nace por la mera presentación de la reclamación del beneficiario, sin que tenga que justificar razón alguna por la cual se pide el pago. Un ejemplo propio de esta clase lo sería la garantía de preliquidación, a la que haremos referencia en el siguiente epígrafe.

2. *Garantía a (simple) demanda justificada*. En este tipo, la reclamación debe mencionar que se ha producido el supuesto de hecho previsto en el contrato, ya sea éste el incumplimiento del deudor principal, ya se trate de cualquier otro evento.

3. *Garantía a demanda documentaria*. Es una variedad de garantía justificada que además incorpora la obligación de adjuntar a la reclamación algún o algunos documentos señalados en el negocio de garantía, tendentes a aportar una mayor seguridad de que el pago que el garante va a realizar es correcto. Estos documentos pueden tener diversa naturaleza, como por ejemplo: una sentencia judicial, un laudo arbitral, un informe pericial, un documento notarial, etc.

4. El supuesto de hecho de la garantía

Distinguen algunos autores⁽⁹⁾, con acierto a nuestro parecer, entre garantías de preliquidación, de incumplimiento e independientes. En las primeras, la garantía funciona como si de un depósito caucional se tratara, de manera que el

(9) CARRASCO, CORDERO y MARÍN, ob. cit., pp. 349 y 352.

garante se compromete a entregar una cantidad de dinero al beneficiario cuando éste lo solicite sin más y en previsión de un posible incumplimiento. En las segundas, el incumplimiento del deudor se incorpora al supuesto de hecho de la obligación del garante y, en las terceras, el pago depende del acaecimiento de un suceso ajeno al incumplimiento. Quizás en la práctica esta distinción no sea tan nítida siempre, pues en algunos casos encuadrables dentro del último tipo señalado, puede llegar a producirse un daño próximo al incumplimiento ⁽¹⁰⁾.

Habitualmente, la mayor parte de las g.p.d. pertenecen a la segunda modalidad, pudiendo ser de muy diversa índole los tipos de incumplimiento. Así, atendiendo a la naturaleza del interés que se garantiza y a título meramente enunciativo, podemos distinguir ⁽¹¹⁾:

1. *Garantía de licitación*, también denominada de oferta o de sumisión, es aquella por la que el garante se compromete, en caso de incumplimiento por el ordenante de las obligaciones resultantes de la participación en una licitación, a pagar al beneficiario dentro de los límites de una suma establecida. Con esta modalidad se pretende evitar que el licitante retire su oferta una vez que se le adjudicó la licitación o no firme el contrato.

2. *Garantía de ejecución*, también denominada de fiel cumplimiento, de buena ejecución o de buen fin, a través de la cual el garante asume la responsabilidad de pagar una suma de dinero si el ordenante no cumple de manera satisfactoria lo estipulado en el contrato base. Con esta clase se pueden garantizar prestaciones de diversa índole, normalmente de naturaleza infungible, como asegurar la entrega de una mercancía, la realización de construcciones, proyectos, montajes, etc., e incluso poder hacer frente a la continuación de una obra.

⁽¹⁰⁾ Tal sería el caso de que el evento previsto fuera la declaración de quiebra o suspensión de pagos del deudor. Ello no conlleva de entrada el incumplimiento, pero sí es cierto que quizás cualquiera de estas situaciones le impida cumplir o hacerlo puntual y correctamente. Otro supuesto de garantía independiente sería la garantía por falta de documentos, que se utiliza cuando se carece del conocimiento de embarque o cualquier otro título de los que se emiten en relación con el comercio marítimo. Así, y con respecto al primero, el garante se compromete a evitar al beneficiario cualquier daño económico derivado de su responsabilidad al haber permitido al ordenante disponer de la mercancía en tanto se recibe y presenta el documento en cuestión.

⁽¹¹⁾ Sobre clases de garantías ver ECHENIQUE GORDILLO, R.: "Las garantías bancarias internacionales: algunas consideraciones", *RDBB*, n.º 5, enero-marzo, 1982, pp. 151-152; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: *El contrato autónomo de garantía. Las garantías a primera demanda*, Madrid, 1995, pp. 47-76; CERDA OLMEDO, M.: *Garantía independiente...*, ob. cit., pp. 107 y ss.; ALCALA DÍAZ, M. A.: "Garantías bancarias a primera demanda", en *Derecho del Mercado Financiero*, tomo II, vol. II, dirigido por Alonso Ureba y Martínez-Simancas Sánchez, Madrid, 1994, pp. 264-270; CARRASCO, CORDERO y MARÍN, ob. cit., p. 354.

Además, es posible asegurar el cumplimiento de un contrato (del cual deriven diversos compromisos) o de una sola obligación⁽¹²⁾.

3. *Garantía de reembolso* o de restitución de anticipos, por la que el garante se obliga a devolver una cantidad en el caso de que el ordenante no emplee conforme a lo pactado los fondos anticipados o no los reembolse. Por medio de este tipo se persigue evitar que el ordenante que recibió varias sumas de dinero para o a consecuencia de la ejecución de un contrato las retenga en su poder sin cumplir sus obligaciones contractuales. En estos supuestos, el importe a pagar por el garante coincide normalmente con la cuantía a reembolsar por el deudor principal.

4. *Garantía de “fondos retenidos”*, también denominada de retención o de descuento. Su finalidad es asegurar al beneficiario el pago completo de lo que se le adeude desde que se produzca la recepción provisional de su prestación.

5. *Garantía de pago*, mediante la que se asegura el pago como contrapartida al cumplimiento de la otra parte.

6. *Garantía de vicios o defectos*, también denominada garantía de mantenimiento, es aquella por la que se salvaguarda al beneficiario frente a los posibles defectos que pudieran surgir en los bienes entregados.

7. *Garantía de crédito*, a través de la cual el garante responde frente al beneficiario ante el incumplimiento del ordenante de reembolsarle la cantidad prestada con los intereses y demás costes que pudieran derivar.

5. Excepciones oponibles por el garante

Por excepciones del garante cabe entender las manifestaciones de su derecho a negar el pago, al existir un hecho impeditivo o extintivo o un contraderecho frente a la pretensión del acreedor de la garantía⁽¹³⁾.

Es un elemento esencial del contrato de g.p.d. que el garante no pueda oponer al beneficiario las excepciones que surjan de la relación subyacente. De igual manera, tampoco podrá hacer valer las que deriven de la relación jurídica que le une al ordenante. Esto nos lleva a concluir que al garante únicamente le está permitido alegar las excepciones propias del contrato de garantía.

(12) Ver SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J: *El contrato autónomo...*, ob. cit., pp. 55-56, donde el autor señala que este tipo de garantía es el más conflictivo con respecto a la reclamación, dado que es muy fácil que ordenante y beneficiario discrepen sobre si se ha producido o no el supuesto garantizado.

(13) Definición según SÁNCHEZ CALERO, F.: “Las excepciones cambiarias”, *RDBB*, n.º 29, 1988, p. 14.

Dentro de éstas podemos señalar, a título meramente enunciativo, las siguientes ⁽¹⁴⁾:

1. *Excepciones relativas a la formación del contrato*: consentimiento prestado por error, violencia, intimidación o dolo (art. 1265 del CC), falta de poder del representante del garante o de la renovación del mismo, la invalidez del contrato al haberse vulnerado normas imperativas o prohibitivas (art. 6.3 del CC), carencia, falsedad o ilicitud de la causa del contrato (arts. 1275 y 1276 del CC).

2. *Excepciones relativas a la reclamación de la garantía*: la alegación del incumplimiento de una deuda que no se corresponde con la estipulada, no darse los requisitos necesarios para la reclamación, como por ejemplo: la presentación de la misma fuera del plazo o de documentos que no son conformes en cuanto a forma y/o contenido con lo pactado o están incompletos, etc. Además de éstas, es posible hacer valer la *exceptio doli* en caso de reclamación fraudulenta. La discusión que se ha cernido en torno a la misma aconseja su estudio separado.

3. *Excepciones relativas a la extinción de la obligación del garante*: la condonación, el pago, el mutuo disenso, la confusión de los derechos de garante y beneficiario, la compensación (arts. 1156 y ss. del CC).

III. LA GARANTÍA A PRIMERA DEMANDA COMO PARTE DE UNA OPERACIÓN COMPLEJA

La g.p.d. presupone la existencia de un contrato base entre el deudor ordenante de la garantía y el acreedor beneficiario de la misma, al que hay que añadir un contrato de comisión que vincula al cliente ordenante y a la entidad garante ⁽¹⁵⁾. Este va a dar lugar al contrato de garantía propiamente dicho entre garante y beneficiario, el cual pretende asegurar el interés económico que el

(14) Sobre excepciones oponibles por el garante, ver SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: *El contrato autónomo de garantía...*, ob. cit., pp. 386 y ss.; CARRASCO, CORDERO y MARÍN, ob. cit., pp. 357-358.

(15) La relación existente entre ordenante y garante se califica como comisión mercantil, pues en base al art. 244 del C. de c., lo será el mandato cuando tenga por objeto un acto u operación de comercio y sea empresario el comisionista o el comitente. Con respecto al primero de los requisitos, entendemos que se da en este caso, puesto que el objeto de la comisión es emitir una garantía que consideramos mercantil, según puede observarse en diversos epígrafes de este estudio. Por lo que atañe al segundo de los presupuestos, también concurre, puesto que el garante lo es normalmente una entidad de crédito. Sobre su emisión por una sociedad de garantía recíproca, ver MARIMÓN DURA, R.: "Consolidación de la jurisprudencia...", ob. cit.

acreedor tiene en la operación inicial. Semejante entramado de relaciones jurídicas puede hacerse aún más complejo cuando se hace intervenir a otras entidades.

1. Entre el ordenante de la garantía y el garante existe un contrato de comisión mercantil ⁽¹⁶⁾, por el que el primero solicita al segundo la conclusión de un contrato con el acreedor de la obligación garantizada. Una vez perfeccionado, genera obligaciones entre ordenante y garante únicamente ⁽¹⁷⁾.

2. Entre el garante y el beneficiario surge el contrato de g.p.d., por el que el primero se compromete a pagar al segundo una cantidad determinada de dinero cuando se dé el supuesto de hecho pactado. Este contrato, al que dedicamos el presente trabajo, goza en nuestro país de tipicidad social y jurisprudencial pero no legislativa, no pudiendo ser equiparado a la fianza, figura con la que guarda ciertas semejanzas pero importantes diferencias, ni tampoco con otros institutos en los cuales nos detendremos próximamente.

3. Entre deudor y acreedor se da un contrato al que llamamos base, principal, subyacente o inicial, que puede ser de diversa índole (compraventa, arrendamiento de obra, suministro, etc.), cuyo cumplimiento se trata de garantizar por medio de la emisión de la garantía.

Además de éstas, pueden darse otras relaciones jurídicas que implicarían la intervención de otras entidades ⁽¹⁸⁾ con diversos cometidos. Así, en un primer caso, es factible solicitar los servicios de una entidad avisadora, la cual se limita a comunicar al beneficiario la emisión de la garantía. En un segundo supuesto, la misma actuaría como confirmadora, adquiriendo de esta manera un compromiso personal con el acreedor inexistente en el anterior, el cual podría optar

⁽¹⁶⁾ En este sentido SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. en *El contrato autónomo...*, ob. cit., p. 136; CERDA OLMEDO, M.: *Garantía independiente...*, ob. cit., p., 92, manifiesta que estamos ante un contrato de mandato o de arrendamiento de servicios, según los casos; HERVAS CUARTERO, E.: "Las garantías contractuales en las transacciones con el exterior", *RDBB*, julio-septiembre, 1983, p. 582, señala que se trata de un mandato, ya que el garante se obliga, en los términos del art. 1709 del CC, a prestar algún servicio o a hacer alguna cosa por cuenta o encargo de otra persona.

⁽¹⁷⁾ Ver sobre obligaciones de las partes SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: *El contrato autónomo de garantía...*, ob. cit., pp. 161 y ss.

⁽¹⁸⁾ En este sentido, ver DÍAZ MORENO, A.: "Nota introductoria acerca de la Convención de las Naciones Unidas sobre garantías independientes y cartas de crédito contingente", *RDBB*, n.º 64, 1996, p. 1024.

entre exigir el cumplimiento al garante o al confirmante⁽¹⁹⁾. En una tercera circunstancia, la segunda entidad actuaría como contragarante de la primera para el supuesto de que el beneficiario le reclamase el pago⁽²⁰⁾. Esta garantía de la garantía se denomina contragarantía⁽²¹⁾.

IV. LA GARANTÍA A PRIMERA DEMANDA COMO GARANTÍA INDEPENDIENTE

De la g.p.d. se afirma que es una garantía independiente, es decir, no accesoria. Ello implica que es válida con independencia de las anomalías, vicisitudes e irregularidades de la relación base o, como señala la CNU, no está subordinada a la existencia o validez de una operación subyacente.

(19) ALCALÁ DÍAZ, M.A.: “Garantías bancarias a primera demanda”, ob. cit., pp. 265-266. La CNU mantiene la diferencia entre contragarantía y confirmación de una promesa, entendiéndose en este último caso que se trata de una promesa que se añade a la del garante y que es autorizada por él, por la que el beneficiario puede optar por reclamar el pago al confirmante o al garante.

(20) Las RUGPR contemplan las contragarantías en los arts. 2.c) y 20.b). Con respecto al primero, el citado precepto establece que “*contragarantía significa cualquier garantía, fianza o compromiso de pago otorgado por el ordenante, con independencia de su denominación o descripción, formalizado por escrito y por la que se compromete a pagar una suma de dinero al garante como consecuencia de la presentación de una reclamación escrita del pago de la contragarantía, realizada de conformidad con las condiciones de la misma, así como de la presentación de otros documentos previstos en la contragarantía y que aparentemente resulten conformes con las condiciones de la misma*”. A continuación declara que las contragarantías son independientes de las garantías a las que se refieren y de cualquier otro contrato subyacente. El 20.b), relativo a la reclamación de pago, indica que la misma ha de “*...quedar justificada por una declaración escrita que manifieste que el garante ha recibido una reclamación de pago en virtud de la garantía y que se ajusta a sus términos y a los de este artículo*”. La CNU afirma en su art. 6.a) que la contragarantía es también una promesa, por lo que le será igualmente aplicable la normativa que tratamos, definiéndola en el art. 6.c) como “*una promesa dada al garante/emisor de otra promesa por su parte ordenante en la que se disponga el pago a su simple reclamación o a su reclamación acompañada de otros documentos, con arreglo a las cláusulas y cualesquiera condiciones documentarias de la promesa, donde se indique o de la cual o de los cuales se infiera que se ha reclamado el pago conforme a esa otra promesa a la persona que la emitió, o que esa persona ha efectuado ese pago*”.

(21) Señala SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., en *El contrato autónomo...*, ob. cit., p. 65, que si en estos tipos de garantía consideramos al banco ordenante como garante del banco garante o subgarante, de forma similar al caso que contempla el art. 1823.2 del CC, el beneficiario podría actuar contra él para el caso de que no lo hubiese hecho el garante, mas no en el supuesto de que el ordenante sólo aparezca como la entidad que dictó instrucciones a otra, a fin de que concediera la garantía sin asumir responsabilidad alguna frente a quien no sea el banco garante.

En un sentido amplio, podemos decir que un contrato es accesorio de otro cuando depende de él. Siguiendo a VALENZUELA GARACH ⁽²²⁾, y partiendo de la regulación de la fianza, se señalan como manifestaciones más significativas de la accesoriedad las siguientes: a) la garantía necesita para su existencia de una obligación garantizada válida (art. 1824 del CC); b) la obligación de garantía no puede asumirse por más cantidad ni en condiciones más onerosas que la obligación principal (arts. 1826 y 1827 del CC); c) la garantía se transmite y se extingue con la obligación principal (arts. 1528 y 1847 del CC y art. 442 del Cco); y d) el garante puede oponer todas las excepciones que competan al deudor y sean inherentes a la deuda, a excepción de las puramente personales (art. 1853 del CC).

Estas notas no las podemos predicar de la g.p.d. porque: 1) puede existir sin una obligación garantizada válida; 2) es factible que el garante se obligue por mayor cantidad y en condiciones más onerosas que el deudor principal; 3) no tiene por qué extinguirse ni transmitirse con la obligación principal, a menos que así se haya pactado; y 4) es rasgo configurador de la g.p.d. que el garante no pueda oponer las excepciones nacidas del contrato base.

V. CARÁCTER SUBSIDIARIO DE LA OBLIGACIÓN DEL GARANTE. ¿Y SOLIDARIO?

La doctrina científica define la nota de la subsidiariedad en la obligación del fiador partiendo del art. 1822 del CC. Según este precepto, “*por la fianza se obliga uno a pagar o cumplir por un tercero, en el caso de no hacerlo éste*”. De ello se concluye que una obligación es subsidiaria cuando es de segundo grado, es decir, cuando se cumple en defecto del cumplimiento de otro.

Anteriormente hemos señalado que el incumplimiento del deudor forma parte, la mayoría de las veces, del supuesto de hecho de la obligación del garante. Basándonos pues en las afirmaciones precedentes, debemos admitir que su obligación tiene siempre carácter subsidiario.

Pero esta aseveración quizás no sea del todo pacífica en orden a aceptar la posibilidad de que el garante se obligue solidariamente con el deudor principal. Para ahondar en esta cuestión, debemos establecer en primer lugar qué se entiende por incumplimiento.

⁽²²⁾ VALENZUELA GARACH, F.: “El contrato de fianza mercantil. El negocio jurídico de contragarantía”, en *Tratado de Garantías en la Contratación Mercantil*, tomo I, coordinado por Nieto Carol y Bonet Sánchez, Madrid, 1996, pp. 436-437.

Algunos autores distinguen entre vencimiento de la obligación del deudor e incumplimiento. Cuando se da únicamente la primera situación no hay incumplimiento ⁽²³⁾. Para que éste exista, es necesario que se produzca al menos la modalidad más leve de incumplimiento: la mora. Otros ⁽²⁴⁾, en cambio, manifiestan que se da el hecho objetivo del incumplimiento por el mero vencimiento de la obligación del deudor, sin necesidad de previo requerimiento de pago.

Partiendo de la primera de las posturas, existirá una g.p.d. solidaria cuando el garante pueda ser reclamado por el solo vencimiento de la obligación del deudor principal. En este caso, la subsidiariedad quedaría excluida, manifestándose pues como una característica natural y derogable pero no esencial de la g.p.d.

Dentro de la segunda posición, la g.p.d. siempre gozaría de la nota de la subsidiariedad como elemento esencial, no siendo, por otra parte, incompatible con la solidaridad. En este supuesto, igual que en el anterior, una g.p.d. con pacto de solidaridad conllevaría la posibilidad de presentar la reclamación al garante desde el vencimiento de la obligación del deudor, sin necesidad de requerimiento previo alguno.

En nuestra opinión, para poder establecer si estas notas caracterizan la obligación del garante y cómo lo hacen, es necesario estar a lo acordado en cada caso. Así, las partes pueden haber estipulado que bastará el vencimiento de la obligación del deudor para entender producido el incumplimiento, pudiendo desde este momento presentar el beneficiario su reclamación. En esta situación, la obligación del garante es subsidiaria porque, como se indica, requiere el previo incumplimiento y, aunque no se establezca expresamente, opera también como solidaria. Puede suceder, en otro caso, que los intervinientes dispongan que, para poder presentar la reclamación al garante, es preciso, una vez vencida la obligación del deudor, requerirle el cumplimiento. Cuando se haya hecho sin resultado favorable, puede el beneficiario solicitar el pago al garante. En esta hipótesis, pues, la obligación del garante también se configura de manera subsidiaria, aunque ya no solidaria. Es factible se dé también la circunstancia de que las partes, al celebrar el contrato, no hayan fijado el momento del incumplimiento, sino simplemente dispuesto que la reclamación se presentará al garante cuando el deudor haya incumplido, quedando al arbitrio del acreedor determinar dicho instante, en cuyo caso la obligación del garante sigue siendo igualmente subsidiaria o de segundo grado, aunque en este supuesto, como en el primero de los descritos en este párrafo, no sea del todo pacífica la conclusión. Por último, conviene añadir que la obligación del garante puede haberse confi-

(23) CARRASCO, CORDERO y MARÍN, ob. cit., p. 68.

(24) VALENZUELA GARACH, F., ob. cit., p. 456.

gurado como solidaria en el contrato, debiendo entender que la reclamación puede presentarse desde el mismo vencimiento de la obligación principal. También aquí su obligación sigue manteniendo la nota de la subsidiariedad, dado que el incumplimiento va a seguir formando parte del supuesto de hecho de la misma.

A modo de conclusión hemos de afirmar que la obligación del garante en la g.p.d. se comporta como una obligación de carácter subsidiario, configurándose pues como rasgo esencial de la misma ⁽²⁵⁾. Lo creemos así porque, dejando a un lado toda clase de posturas doctrinales, debemos admitir que, producido el vencimiento de la obligación del deudor, si bien en sentido estricto o propio no hay incumplimiento, sí podríamos aseverar que existe o se da un principio de incumplimiento.

Por lo que atañe a la solidaridad, se puede indicar, partiendo de los supuestos descritos, que sólo se da en el primero y que, así planteado, de hecho está presente aunque no se haya pactado. De querer los contratantes una obligación de garantía solidaria, sólo sería posible sobre la base del incumplimiento por el mero vencimiento de la obligación del deudor. Bajo este planteamiento, no podemos concluir que la solidaridad sea una nota esencial a la g.p.d., ni siquiera natural, sino meramente accidental.

VI. CARACTERES DEL CONTRATO

Dentro de los caracteres de este contrato, podemos destacar los siguientes ⁽²⁶⁾:

a) Es un **contrato basado en el *intuitu personae***, puesto que el elemento de confianza es fundamental para su otorgamiento. El garante tiene la convicción de que el ordenante cumplirá su obligación con el beneficiario o que, de incumplirla, le reembolsará la cantidad que haya tenido que pagar. De ahí que, previamente, el garante realice unas indagaciones sobre la seriedad, solvencia patrimonial, honorabilidad y reputación de buen pagador del deudor, a menos

⁽²⁵⁾ Ver en este sentido SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: *El contrato autónomo de garantía...*, ob. cit., p. 290.

⁽²⁶⁾ Sobre características de la g.p.d., ver CERDA OLMEDO, M.: *Garantía independiente...*, ob. cit., pp. 27-29; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: *El contrato autónomo de garantía...*, ob. cit., pp. 142-144; MARIMÓN DURA, R.: "Consolidación de la jurisprudencia sobre aval a primera demanda...", ob. cit., pp. 1915-1916.

que ya le conozca, habida cuenta de que es frecuente que el ordenante sea un cliente habitual del garante/entidad de crédito⁽²⁷⁾.

b) Es una **garantía personal**, ya que confiere al acreedor un derecho a dirigirse contra una persona para la satisfacción de su interés.

c) Es un **contrato atípico**⁽²⁸⁾ en la medida en que no está configurado en norma jurídica alguna. Surge al amparo de la autonomía de la voluntad reconocida por el artículo 1255 del CC⁽²⁹⁾.

d) Es un contrato que puede tener **naturaleza mercantil o civil**. Lo calificamos en uno u otro modo atendiendo conjuntamente a dos parámetros: el carácter de la relación asegurada y la condición de los intervinientes. En base al art. 439 del Cco, si el garante no es empresario la g.p.d. será un contrato civil o mercantil en función de la naturaleza civil o mercantil de la relación garantizada⁽³⁰⁾. Siguiendo el mismo precepto, vale lo dicho si sólo el garante fuera empresario, mas, en nuestra opinión, en este segundo caso sería siempre mercantil, sumándonos a la doctrina que sostiene la mercantilidad de todos los actos que constituyan una manifestación de la actividad que habitualmente desarrollan las entidades empresariales, con independencia, pues, de la naturaleza de la relación subyacente⁽³¹⁾. Si además del garante, el beneficiario es y actúa como empresario, la garantía es indudablemente mercantil.

(27) En este sentido ver SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: *El contrato autónomo de garantía...*, ob. cit., pp. 20-21 y 40, donde el autor manifiesta que el banco presta la garantía por motivos profesionales, como un aspecto más de su actividad habitual, lo cual requiere un estudio previo de los riesgos que asume así como la adopción de medidas previsoras.

(28) A los contratos atípicos también se les llama innominados, como si ambos términos fueran sinónimos, mas innominado es aquél que carece de nombre, mientras que atípico es el que adolece de falta de regulación legal específica. Ver en este sentido DÍAZ-AMBRONA BARDAJI, M.A.: "Los contratos atípicos", AC, 1998-2, pp. 353-354.

(29) Sobre este particular se expresa, entre otros, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: *El contrato autónomo...*, ob. cit., p. 103, al manifestar que estamos ante un afianzamiento mercantil que surge de la autonomía privada, cuya admisibilidad y validez dentro de nuestro ordenamiento jurídico nadie cuestiona.

(30) VICENT CHULIÁ, F.: "Introducción al estudio de las garantías personales en el Ordenamiento español", en *Tratado de Garantías en la Contratación Mercantil*, tomo I, ob. cit., Madrid, 1996, pp. 410 y 412, sostiene que, por aplicación del artículo 439 del Cco., la g.p.d. es mercantil cuando el contrato garantizado es mercantil, con independencia de que el garante tenga o no la condición de empresario. Esta afirmación significa por contra que es posible la existencia de una g.p.d. civil cuando el contrato base lo sea.

(31) Sobre esta cuestión, ver URÍA, MENÉNDEZ y VERGEZ: "El contrato mercantil", en *Curso de Derecho Mercantil*, tomo II, Madrid, 2001, p. 31.

e) Es un **contrato consensual** que sólo requiere para su perfeccionamiento el mero consentimiento de las partes.

f) Es un **contrato no formal** en cuanto no precisa una forma determinada para su validez, pero es aconsejable que conste por escrito a fin de facilitar la prueba de su existencia y contenido ⁽³²⁾.

g) Es un **negocio jurídico bilateral** ⁽³³⁾, puesto que intervienen dos partes, dándose la oferta del garante y la aceptación del beneficiario y admitiéndose el silencio como aceptación tácita.

h) Con respecto a las obligaciones que emanan del mismo, puede ser un **contrato unilateral o bilateral**. Es unilateral cuando de él surgen obligaciones únicamente para el garante ⁽³⁴⁾. El hecho de que el beneficiario deba en algunos supuestos entregar determinados documentos no convierte por sí solo al contrato en bilateral. Es bilateral o sinalagmático cuando el beneficiario también se compromete a algo, siendo indiferente que el destinatario de dicho sacrificio sea el propio garante o el mismísimo deudor ⁽³⁵⁾. Ahondando sobre esta cuestión, la g.p.d. puede ser bilateral o sinalagmática en tres circunstancias: 1) cuando el garante reciba alguna contraprestación del acreedor beneficiario a cambio de la concesión de la garantía (pensemos en la posibilidad de que la garantía sea retribuida por el acreedor); 2) cuando el otorgamiento de la garantía sea contemporáneo a la celebración del contrato principal, entendiendo

⁽³²⁾ CARRASCO, CORDERO y MARÍN, en ob., cit., pp. 364-365, al partir de la base de que la g.p.d. no existe como un contrato autónomo diverso de los tipificados, entienden que la g.p.d. requerirá una forma determinada cuando la fianza ordinaria también lo requiera. Tal es el supuesto de la fianza mercantil según el art. 440 del Cco. CERDA OLMEDO, M.: *Garantía independiente...*, ob. cit., p. 85, por aplicación analógica de los requisitos de constitución de la fianza: (arts. 1827.1.º del CC y 440 del Cco.), entiende que ha de ser expresa y constar por escrito, sin lo cual no tendrá valor ni efecto.

⁽³³⁾ Ver en este sentido CERDA OLMEDO, M.: “El aval a primer requerimiento”, *DN*, n.º 15, 1991, p. 12, y *Garantía independiente...*, ob. cit., pp. 46-47, donde manifiesta que se discute si la obligación del garante nace de un acto unilateral o promesa o de un verdadero contrato, acogiéndose a esta segunda postura en la medida en que la oferta del banco requiere la aceptación del beneficiario sin importar la forma de la misma.

⁽³⁴⁾ A favor de la unilateralidad del contrato se encuentran CREMADES, B.M.: “Afianzamiento y garantías en el comercio internacional”, *Régimen jurídico de las garantías contractuales en el Comercio Internacional*, Madrid, 1981, p. 17; ALCALÁ DÍAZ, M.A.: “Garantías bancarias a primera demanda”, ob. cit., p. 258; AA.VV.: *Contratación internacional*, 2.ª ed., Valencia, 1999, p. 589.

⁽³⁵⁾ Sobre este particular ver GULLÓN BALLESTEROS, A.: “Onerosidad y gratuidad en la fianza convencional”, *La Ley*, 1989-3, pp. 789 y ss.; CARRASCO, CORDERO y MARÍN, ob. cit., pp. 133-134.

en este caso que, frente a la obligación u obligaciones que asume el acreedor en la relación base, se encuentran las que corresponden al deudor principal, una de ellas, obtener la garantía a favor del acreedor; 3) puede por último suceder, para el caso de una garantía otorgada con posterioridad a la celebración del contrato subyacente, que ésta genere algún sacrificio para el acreedor y que el beneficiario del mismo sea el deudor (por ejemplo, un aplazamiento en el cumplimiento, una rebaja en la prestación, etc.).

i) Es un contrato que puede tener **carácter gratuito u oneroso** ⁽³⁶⁾. Es gratuito si sólo impone sacrificios al garante. Es oneroso si se establecen para ambas partes. En este último aspecto, contrato oneroso coincide con contrato bilateral. Esta calificación no cambia por el hecho de que la prestación del beneficiario no vaya a parar al garante sino al deudor, como anteriormente se ha señalado. Lo que no podemos mantener es que cuando la g.p.d. sea un contrato gratuito, exista un ánimo de liberalidad por parte del garante al realizar su promesa, pues si partimos del dato ya mencionado de que tratamos la g.p.d. como contrato mercantil, prestado habitualmente por una entidad de esta naturaleza, debemos entender que la garantía se otorga siempre a cambio de algo, pago que se ha recibido con anterioridad del deudor principal ⁽³⁷⁾. El garante, pues, ha obtenido una ventaja por su prestación. Desde otra perspectiva, y en esta misma línea, se puede argumentar que, cuando el garante paga al acreedor, éste no recibe ninguna liberalidad, sino que cobra lo que se le debe ⁽³⁸⁾.

VII. FUNCIÓN ECONÓMICA DE LA G.P.D. VENTAJAS Y DESVENTAJAS PARA LAS PARTES INTERVINIENTES

a) *Función económica.*

Se dice que la función económica de la g.p.d. es asegurar la satisfacción del interés que el beneficiario tiene en la relación base, pues nos encontramos ante un contrato del cual emana una obligación que refuerza las expectativas de cobro del acreedor. Mas, con respecto a esta cuestión, habría que hacer algunas puntualizaciones. Por ejemplo, ¿qué se desprende de la expresión “satisfacer el

⁽³⁶⁾ Sobre onerosidad y gratuidad de las garantías, ver LACRUZ BERDEJO, J.L.: “La causa en los contratos de garantía”, *RCDI*, mayo-junio, n.º 544, 1981, pp. 747-750.

⁽³⁷⁾ Sobre las tesis subjetivas y objetivas relativas a los actos gratuitos, ver DÍEZ-PICAZO, L.: *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, tomo I, Madrid, 1996, p. 84.

⁽³⁸⁾ CARRASCO, CORDERO y MARÍN, en ob. cit., p. 134, afirman, con relación a la fianza retribuida por el deudor, que ésta no tiene carácter gratuito, puesto que “*el acreedor no recibe ninguna liberalidad y sólo cobra lo que se le debe*”.

interés”? Ello parece darnos a entender que, por el cumplimiento del garante, el beneficiario queda enteramente satisfecho, pero nada más lejos de la realidad. El garante no se obliga, como en la fianza, a cumplir por otro, porque asume su propia obligación que es siempre dineraria, no coincidiendo generalmente con la del deudor principal. Ya por este solo hecho, no podemos decir que el acreedor quede plenamente complacido. Por otro lado, cuando ambas obligaciones tuvieren carácter pecuniario, puede suceder, y de hecho sucede, salvo en algunas ocasiones (ej., garantía de reembolso), que la asumida por el garante únicamente alcance un porcentaje del montante de la principal, por lo que ni aun en este caso se puede afirmar la total satisfacción del beneficiario.

En realidad, la indicada función económica de la g.p.d. hay que enfocarla y entenderla en el sentido de que con el acreedor se ha pactado el otorgamiento de una garantía por una cuantía dineraria determinada, y con respecto a la cual, aunque no se equipare en cantidad ni calidad con la prestación del deudor principal, el beneficiario manifiesta su aceptación y **“se da por satisfecho”**.

Esto nos lleva una vez más a señalar el carácter indemnizatorio de esta modalidad de garantía, pues con el importe pagado se va a tratar de paliar el perjuicio sufrido por el acreedor/beneficiario ante el incumplimiento del deudor principal.

b) Ventajas y desventajas que aportan la emisión de la g.p.d. a las partes intervinientes en la operación compleja.

Esta clase de contrato comporta interesantes consecuencias para todos los elementos personales que intervienen en la operación compleja. No obstante, también hay algún inconveniente, como se verá a continuación ⁽³⁹⁾.

Así, para el beneficiario las ventajas son: 1) el aseguramiento de la satisfacción de su interés en la relación base; 2) la posibilidad de obtener el importe de la garantía a primer requerimiento según se haya producido el evento pactado; 3) la certeza del pago al ser el garante, normalmente, una entidad de reconocida solvencia. Por lo que atañe a las desventajas, el acreedor, al aceptar este instrumento, renuncia a otro que le es más seguro, el depósito caucional, a fin de no perjudicar al deudor con la inmovilización de capital que comporta.

Para el garante, la g.p.d. es un contrato ventajoso por tres razones principalmente: 1) le reporta un beneficio económico a través de la comisión que suele cobrar por su otorgamiento; 2) permanece al margen de la operación

⁽³⁹⁾ Sobre los intereses en presencia, ver CARRASCO, CORDERO y MARÍN, ob. cit., p. 354.

principal sin mezclarse en las disputas que puedan surgir entre deudor y acreedor, ciñéndose su deber al pago inmediato previa comprobación de la reclamación y, en su caso, de los documentos entregados; 3) si cumple, tiene la posibilidad de recuperar dicha cantidad adeudándola en la cuenta del ordenante/cliente, si éste fuera el caso, o mediante el ejercicio de la acción de reembolso contra él o, finalmente, exigiendo el cumplimiento de la contragarantía si gozaba de ella. De esta manera, se desplaza el riesgo de un posible pago indebido sobre el ordenante, que será quien tenga que litigar para recuperar del beneficiario el dinero cobrado injustamente. De ahí que la reclamación “a primera demanda” no agrave su condición sino, cuando sea el caso, la del deudor, resultando, al contrario, favorecida. La g.p.d. únicamente perjudicará al garante cuando cumpla haciendo caso omiso de la existencia de una prueba incontestable que evidencie la improcedencia de la reclamación, pues en esta circunstancia perdería la acción de regreso mencionada.

La emisión de la g.p.d. aporta al ordenante los siguientes beneficios: 1) en ocasiones es fundamental su concesión previa para poder concluir el contrato base; 2) genera una ventaja patrimonial a su favor como parte de la relación subyacente; 3) refuerza su imagen de solvencia económica frente a la otra parte contratante, ya que al obtener la garantía, se pone de manifiesto la confianza del garante en él; 4) le permite no inmovilizar parte de su patrimonio mediante la constitución del depósito caucional al cual sustituye. No obstante lo anterior, el ordenante corre siempre con el riesgo de un pago indebido, como hemos señalado, ya que, de producirse, le corresponde a él el ejercicio de la acción de enriquecimiento injusto frente al beneficiario, así como soportar la acción en vía de regreso del garante (si no se pudo aportar prueba irrefutable de la improcedencia). Esto, con las matizaciones que se harán al tratar de la *exceptio doli*.

VIII. LA GARANTÍA A PRIMERA DEMANDA COMO CONTRATO DE GARANTÍA

La g.p.d. pertenece a la categoría de los contratos de garantía y, dentro de estos, a las llamadas garantías personales. Ello se debe a que se cumplen una serie de elementos propios de los acuerdos de esta naturaleza. Así, tiene por finalidad asegurar la satisfacción de un derecho de crédito a su titular, lo que se consigue por medio del otorgamiento al acreedor de un derecho subjetivo que le permite dirigirse contra el garante y no contra una cosa concreta, el cual responderá con todos sus bienes. Por tanto, la garantía supone la aparición de una tercera persona y de un nuevo patrimonio de responsabilidad. Además, se da la previa existencia de una obligación principal, a la cual se añade una nueva obligación de segundo grado, la de garantía. Su nacimiento pues, está vinculado a una relación subyacente anterior, con respecto a la cual este nuevo contrato,

hemos mencionado, es independiente, peculiaridad que lo caracteriza y diferencia de las garantías accesorias⁽⁴⁰⁾.

Mas, no obstante lo anterior, ya hemos señalado que la figura que estudiamos es atípica, fruto de la autonomía de la voluntad, lo cual le permite gozar de una serie de rasgos que la hacen distinta del resto de las garantías personales previstas en nuestro ordenamiento jurídico, así como de otros institutos próximos que se han ido imponiendo cada vez más dentro del tráfico mercantil.

A continuación, vamos a tratar de comprobar las anteriores aseveraciones tratando de hacer un estudio comparado.

IX. LA GARANTÍA A PRIMERA DEMANDA COMO CONTRATO ATÍPICO. ANÁLISIS COMPARATIVO CON OTRAS FIGURAS AFINES

En este epígrafe trataremos sobre diversas figuras que se podrían calificar como próximas a la g.p.d., poniendo de manifiesto sus semejanzas y diferencias. Con ello quedará patente que nos encontramos ante un tipo que, aunque asemejable en algunas circunstancias, goza de una individualidad propia que le hace merecedor de este estudio separado. No obstante esta opinión, hay autores, los menos, que no aceptan este planteamiento, afirmando encontrarnos ante una fianza donde se ha prescindido de determinados elementos no esenciales de ella, pudiendo la cláusula de pago a primera demanda o requerimiento incorporarse a cualquier contrato donde exista una obligación de pago⁽⁴¹⁾.

1. Con respecto a la fianza

La fianza es la garantía personal clásica que regula nuestro ordenamiento jurídico, de ahí que se haya tratado de reconducir la g.p.d. al régimen jurídico de aquella. Pero ambas son figuras que no participan de los mismos caracteres, de manera que si bien algunas de las normas de la fianza podrían serle aplicables por analogía, otras chocarían frontalmente con sus rasgos esenciales.

(40) Sobre características de los contratos de garantía ver NÚÑEZ ZORRILLA, M.C.: *La problemática actual de las denominadas garantías independientes o autónomas*, Barcelona, 2001, pp. 56-66; ZENTNER, D.: "Contrato de fianza", en AA.VV.: *Contratos civiles y comerciales*, tomo I, Buenos Aires, 1992, p. 584; CARRASCO, CORDERO y MARÍN, ob. cit., pp. 69-70.

(41) En este sentido CARRASCO, CORDERO y MARÍN, ob. cit., pp. 351 y 364, donde afirman que la g.p.d. no es un nuevo tipo contractual sino una fianza con determinadas especialidades.

Como señala el art. 1822 del CC, por la fianza se obliga uno a pagar o cumplir por un tercero en el caso de no hacerlo éste. De este precepto se desprende que son notas características de la fianza la accesoriedad y la subsidiariedad⁽⁴²⁾.

Por lo que atañe a la accesoriedad, la mayoría de los autores y el propio Tribunal Supremo coinciden al afirmar que el elemento principal que separa la fianza de la g.p.d. es que esta última no es una garantía accesorio⁽⁴³⁾. Dicha cualidad de la fianza implica que por la misma se refuerza el derecho de crédito que surge del contrato principal, existiendo una unión funcional entre la obligación del deudor y la del fiador⁽⁴⁴⁾, siendo la primera condición de la segunda, e influyendo en su nacimiento (art. 1824 del CC), alcance y límites (art. 1826) y extinción (art. 1847). Tales efectos, sostienen, no se dan en la g.p.d.⁽⁴⁵⁾.

(42) CARRASCO PERERA, A.: “Las nuevas garantías personales: las cartas de patrocinio y las garantías a primer requerimiento”, en *Tratado de Garantías en la Contratación Mercantil*, tomo I, ob. cit., pp. 730-731, alude a la existencia de dos tipos de subsidiariedad: pura, por la que el acreedor puede reclamar al garante cuando el deudor principal haya sido constituido en mora, o con beneficio de excusión, en la que además deberá hacer previa excusión de los bienes del deudor; CARRASCO, CORDERO y MARÍN, en ob. cit., p. 68, afirman que en la fianza solidaria no existe la nota de la subsidiariedad, no tratándose pues de un elemento esencial en dicho contrato; también señala GULLÓN BALLESTEROS, A., en *Comentario del Código Civil*, coordinado por Sierra Gil de la Cuesta, Barcelona, 2000, tomo 8.º, p. 155, que la subsidiariedad no es una característica imperativa en la fianza, pues el fiador puede obligarse solidariamente con el deudor.

(43) Ver por todos, CERDA OLMEDO, M.: *Garantía independiente...*, ob. cit., p. 32; VICENT CHULIÁ, F., en “Introducción al estudio de las garantías personales en el Ordenamiento español”, ob. cit., p. 377, manifiesta que la accesoriedad material de la fianza no puede considerarse principio general del Derecho.

(44) En este sentido SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: *El contrato autónomo...*, ob. cit., p. 98.

(45) ALBIEZ DOHRMANN, K. J.: “Las bases dogmáticas de las garantías bancarias”, *RCDI*, septiembre-octubre, n.º 636, 1996, pp. 1860-1862, donde manifiesta que la obligación del garante es propia, independiente y distinta. Es propia porque, a diferencia de la fianza, él responde de una deuda propia. En cambio, para lograr un efecto parecido en la fianza, se renuncia a la oposición de excepciones que puedan surgir de la relación de valuta pero, aun así, el fiador sigue respondiendo por una obligación ajena porque no existe la voluntad de querer asumir una obligación como propia. También se afirma que es independiente en cuanto a su validez o subsistencia de su validez o subsistencia de la obligación garantizada. Se dice en cambio que la obligación del garante es distinta a la del principal, porque el contenido de ambas obligaciones no suele coincidir la mayoría de las veces, salvo en los supuestos en que sendas deudas sean dinerarias. Sobre las características mencionadas, CARRASCO PERERA, A., en “Las nuevas garantías personales...”, ob. cit., p. 727, afirma que el fiador también cumple una obligación propia y no una ajena, y que el cumplimiento de la obligación del fiador no tiene por qué satisfacer necesariamente el interés de cumplimiento del acreedor de la obligación principal.

Por otro lado, la falta de accesoriadad se manifiesta también en que, a diferencia de la fianza (art. 1853 del CC), el garante no podrá oponer al beneficiario las excepciones que emanen de la relación base. Este hecho, que es un aspecto esencial en la g.p.d., puede darse en la fianza sólo si así se pacta.

No obstante las anteriores afirmaciones, la separación entre la relación base y la g.p.d. no es tan tajante, pues, como afirman algunos autores, existe cierta accesoriadad funcional que se manifiesta en el hecho de que la segunda toma de la primera determinados elementos, como son el acreedor y la prestación ⁽⁴⁶⁾, cuando coincide ⁽⁴⁷⁾.

De lo expuesto se concluye que la función aseguradora es más acentuada y extraordinaria en la g.p.d., lo que hace que, en consonancia, deba tener una regulación propia ⁽⁴⁸⁾.

Con respecto a la subsidiariedad, tuvimos ocasión, en el epígrafe V, de tratar este tema y, a modo de recordatorio, volvemos a señalar que en la g.p.d. la subsidiariedad la consideramos elemento esencial por las razones que allí se expusieron. Igualmente indicamos la existencia de un desacuerdo doctrinal sobre si la fianza siempre tiene carácter subsidiario, puesto que para algunos autores esta nota desaparece cuando incorpora el pacto de solidaridad. Ello nos conduce a afirmar que, dependiendo de la perspectiva desde la cual se mire, la subsidiariedad puede o no ser rasgo común de ambas figuras.

Ya entrando en otra cuestión, algunos estudiosos asemejan la g.p.d. y la fianza con pacto de solidaridad ⁽⁴⁹⁾, basándose en que, llegado el momento del

(46) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: *El contrato autónomo de garantía...*, ob. cit., pp. 312-323, afirma que el principio recogido en la regulación de la fianza que prohíbe que el fiador se obligue a más que el deudor principal (art. 1826 del CC), es aplicable a toda garantía personal. La aplicabilidad del art. 1826 CC a las fianzas mercantiles ha sido declarada también por el Tribunal Supremo. Puntualiza que la vinculación económica existente entre la obligación del garante y la del deudor principal no se traduce en una identidad, sino en la necesaria existencia de una proporcionalidad entre la prestación del garante y la satisfacción del interés del beneficiario.

(47) Ver sobre este particular CAMACHO DE LOS RÍOS, J.: "Interpretación de las cláusulas «a primera demanda» en los contratos mercantiles", *RDBB*, n.º 54, abril-junio, 1994, p. 399.

(48) Ver en este sentido CERDA OLMEDO, M.: *Garantía independiente...*, ob. cit., pp. 6 y 31, donde manifiesta que si recondujéramos la g.p.d. al régimen jurídico de la fianza, nos encontraríamos ante una fianza irreconocible, situándonos en un plano absolutamente contrario a la voluntad de los contratantes que se propusieron la celebración de un negocio jurídico distinto a la fianza.

(49) CARRASCO PERERA, A. en "Las nuevas garantías personales...", ob. cit., p. 731, señala que una garantía personal es solidaria cuando el garante, además de perder el beneficio de

cumplimiento por parte del deudor principal y no habiéndose producido éste de manera natural o voluntaria, no es necesario requerirle para el mismo, pudiendo el beneficiario dirigirse indistintamente contra el garante o contra él, constituyendo así una modalidad de garantía personal solidaria⁽⁵⁰⁾. A esta afirmación hay que hacerle algunas observaciones: primera, que parece partir de la base de que la solidaridad es un elemento esencial a la g.p.d., cuando hemos dejado aclarado (epígrafe V) que sólo lo es accidentalmente; segundo, que, como ya pusimos de manifiesto (epígrafe V), en la g.p.d. el momento del incumplimiento puede ser otro, según se pacte; y tercero, que si bien los efectos prácticos de una garantía no accesoria pudieran asimilarse, en algunas circunstancias, a los de una fianza solidaria, no deben confundirse ambas instituciones⁽⁵¹⁾. Ello es así porque en la fianza solidaria el fiador puede oponerse a la pretensión del acreedor alegando hechos que derivan del contrato principal y, si consigue probar su ineficacia o extinción, su obligación se considerará igualmente ineficaz o extinguida, por lo que solidaridad no implica falta de accesoriadad⁽⁵²⁾. En cambio, en la g.p.d. el garante no podrá oponer excepciones derivadas de la relación base, porque no hay accesoriadad⁽⁵³⁾.

excusión, ha convenido con el beneficiario que, llegado el vencimiento, podrá reclamar directamente al garante el cumplimiento de la deuda, sin necesidad de constituir en mora previa al deudor principal; VALENZUELA GARACH, F., en "El contrato de fianza: una síntesis de sus problemas actuales", ob. cit., p. 456, manifiesta que no es necesario el previo requerimiento de pago al deudor principal.

(50) En este sentido DE ANGULO RODRÍGUEZ, L.: "Panorama de encuadre de las garantías personales atípicas", *RJN*, julio-septiembre, 1993, p. 24.

(51) Ver sobre esta cuestión DÍAZ MORENO, A.: "Las garantías a primer requerimiento...", ob. cit., pp. 641-644.

(52) En este sentido FERNÁNDEZ-TRESGUERRES GARCÍA, A.: "Problemática actual de las garantías personales en el Derecho español", *AC*, 1997-2, p. 549; SERRANO CHAMORRO, M.E.: "Las garantías a primer requerimiento", *La Ley*, 1997-1, p. 1893; MARTÍNEZ-CALCERRADA Y GÓMEZ, L.: "El contrato de fianza y otras garantías personales en su tratamiento legal y jurisprudencia del Tribunal Supremo", *La Ley*, 1992-3, pp. 830; VICENT CHULIÁ, F.: "Introducción al estudio de las garantías personales...", ob. cit., p. 377.

(53) Sobre este tema se pronuncia SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: *El contrato autónomo de garantía...*, ob. cit., pp. 289-296 y 312-327, quien hace las siguientes manifestaciones: 1) la g.p.d. genera en el garante una obligación de carácter subsidiario en la medida en que sólo ha de pagar cuando se dé el supuesto de hecho especificado en la garantía, normalmente asociado al incumplimiento en un sentido amplio o cumplimiento defectuoso; 2) la g.p.d. es un contrato incompatible con el beneficio de excusión; 3) la g.p.d. no genera en el garante una obligación solidaria con la del deudor principal puesto que entre ambas no se da una unidad de

Un último tema al que nos gustaría hacer una breve referencia es a la existencia de fianzas a las cuales se ha añadido la cláusula de pago a primer requerimiento. Este hecho es perfectamente lícito, pues se trata de una peculiaridad incorporable a diversas obligaciones de pago. Mas sucede que, en ocasiones, los contratos se han redactado con tal confusión que de ellos no se desprende con suficiente claridad si las partes han pretendido crear una garantía independiente (g.p.d.) o accesoria (fianza) ⁽⁵⁴⁾. Sobre los efectos que al contrato de fianza genera la incorporación de dicha cláusula, podríamos señalar diversas cuestiones. Primero, ésta conlleva la renuncia a la alegación por parte del fiador de las excepciones que emanen del contrato principal; segundo, lo anterior comporta la entrada en juego de la regla *solve et repete*, debiendo el fiador pagar y después litigar, de haber existido algún hecho que le hubiese permitido negarse a cumplir (siempre que no se trate, lógicamente, de excepciones propias del contrato de fianza); tercero, ello implica la posibilidad de poder alegar *a posteriori* circunstancias que derivan de la relación subyacente, por lo que la nota de la accesoriadad no desaparece sino que queda en suspenso; y cuarto, el

objeto, unidad de contenido o unidad de prestación, lo cual equivale a identidad de las prestaciones que llevan a cabo los deudores solidarios. Esta identidad no se da en la gran mayoría de los casos (salvo en las garantías de reembolso), puesto que la obligación que el garante asume es siempre dineraria. En p. 326, señala que la manifestación del art. 1140 del CC, en cuanto a que la solidaridad podrá existir aunque los deudores no estén ligados del propio modo y por unos mismos plazos y condiciones, no debe afectar sustancialmente a la identidad de la prestación entre deudores.

(54) Para solventar este problema, varios autores se han pronunciado aportando una serie de criterios de distinción. CERDA OLMEDO, M., en *Garantía independiente...*, ob. cit., p. 162, señala que habrá de estarse a la intención de las partes, de conformidad con el artículo 1281.2.º del CC y concordantes, no siendo aplicable la regla *in dubio contra stipulatorem* del art. 1288 del CC, dado que podría conducir a calificar como fianza el contrato de garantía autónomo, pero sí el art. 1827 del CC sobre interpretación restrictiva de la obligación del garante; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: *El contrato autónomo...*, ob. cit., pp. 107-108 y ALCALA DÍAZ, M.A.: "Garantías bancarias a primera demanda", ob. cit., p. 2.361, afirman que la mención expresa de la cláusula de pago a primer requerimiento permite presumir que las partes quisieron dotar de independencia a la obligación del garante con respecto a la relación subyacente. Si a ello además se añade la renuncia a la oposición de las excepciones propias del deudor, podemos concluir que estamos ante una g.p.d. y no ante una fianza; DÍAZ MORENO, A., en "Las garantías a primer requerimiento...", ob. cit., pp. 639-641, opina que para poder calificar la garantía hay que analizar algunas de sus estipulaciones, como por ejemplo la denominación que utilizan las partes y la referencia que se realice al contrato subyacente, entre otras. Además indica que el hecho de que la garantía se constituya con renuncia del garante al beneficio de excusión y configurando su obligación como solidaria, apunta a que el compromiso se ha contraído con carácter accesorio, en la medida en que solidaridad y beneficio de excusión son ideas extrañas a las garantías independientes.

ejercicio de una acción de enriquecimiento injusto ante un pago indebido corresponde al fiador⁽⁵⁵⁾.

La regla *solve et repete* opera de manera diferente en las garantías independientes, en la medida en que sólo el ordenante puede reclamar al beneficiario lo que indebidamente recibió del garante, cosa que únicamente hará este último cuando haya perdido su derecho a reembolsarse del deudor principal, pues lo contrario supondría una elusión indirecta de la prohibición que tiene de oponer excepciones basadas en la relación base⁽⁵⁶⁾.

(55) Ver en este sentido ALCALÁ DÍAZ, M.A. en “Garantías bancarias a primera demanda”, ob. cit., pp. 252-253, donde indica que dicha estipulación no elimina su carácter accesorio sino que lo debilita, teniendo esto su reflejo en la fase de reclamación de la obligación asumida por el fiador, sin que ello modifique otros elementos caracterizadores del contrato de fianza, en el sentido de que en sede del ejercicio de la acción de repetición en la garantía accesorio, será el fiador el legitimado para ello frente al acreedor que injustificadamente hubiese reclamado la garantía, mientras que en la g.p.d. es el deudor de la relación subyacente el que deberá ejercitar dicha acción en base al correcto cumplimiento de la obligación garantizada; COCA PAYERAS, M. y FLAQUER RIUTORT, J., en “Notas sobre el aval a primer requerimiento (jurisprudencia y praxis)”, en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil*, tomo I, ob. cit., p. 475, manifiestan que la incorporación de esta cláusula a la fianza no implica fractura alguna de la accesoriedad que la caracteriza, sino simplemente que la obligación de pago nace con ese requerimiento; CARRASCO PERERA, A.: “Las nuevas garantías personales...”, ob. cit., pp. 703 y 734, añade aún más, al señalar que dicha cláusula, sin excluir la accesoriedad de la fianza, comporta una renuncia a la oponibilidad de excepciones por parte del garante, que con posterioridad podrá exigir del beneficiario lo pagado indebidamente mediante una acción de restitución (*solve et repete*); DÍAZ MORENO, A., en “Las garantías a primer requerimiento...”, ob. cit., pp. 644-646, expresa que la inclusión de la cláusula de pago a primera demanda en la fianza tiene un valor únicamente procesal, equivaliendo sus efectos a la aplicación de la regla *solve et repete*, por lo que el fiador deberá pagar primero y litigar después. Así, en la fianza a primera demanda la nota de la accesoriedad quedaría suspendida, de manera que sólo entraría en juego una vez que se ha hecho efectiva la garantía.

(56) No obstante estas consideraciones, CARRASCO PERERA, A., en “Las nuevas garantías personales...”, ob. cit., p. 723, manifiesta que en la práctica esta distinción se diluye con frecuencia cuando el fiador reclama al deudor el pago de la indemnización debida (art. 1838 del CC), trasladando sobre él la carga de reclamar al acreedor. De esta manera, niega la procedencia de una distinción entre fianza a primera demanda y g.p.d., pues la calificación de una garantía como de una clase u otra sólo viene a poner de manifiesto quién es la persona legitimada para interponer una acción de recuperación del pago, ordenante en la g.p.d. y fiador en la fianza a primera demanda, pero en la práctica, el fiador no se expone al riesgo de una restitución infructuosa contra el acreedor, prefiriendo accionar contra el deudor principal, con lo que, en definitiva, resultaría que en ambos tipos contractuales sería el deudor ordenante quien reclamara al acreedor beneficiario la restitución de lo cobrado indebidamente y, en ambos casos, bajo el mismo fundamento: el enriquecimiento sin causa.

2. Con respecto al aval bancario

Podemos definir el aval bancario ⁽⁵⁷⁾ como la fianza otorgada por un banco a petición de un cliente y a favor de un tercero, garantizando el cumplimiento de un contrato o la realización de un pago en efectivo ⁽⁵⁸⁾.

El aval bancario tiene los siguientes rasgos: 1) es una garantía emitida por una entidad de crédito; 2) la obligación asumida es siempre dineraria; 3) su cumplimiento da derecho al avalista a reembolsarse del avalado; 4) se constituyen de manera solidaria ⁽⁵⁹⁾; y 5) como contraprestación se recibe una comisión calculada como porcentaje sobre la cuantía máxima ⁽⁶⁰⁾.

El aval bancario, al igual que la g.p.d., es una modalidad de garantía personal atípica ⁽⁶¹⁾, mas, como ésta, goza de tipicidad social y jurisprudencial, siendo múltiples las sentencias del Tribunal Supremo que hacen referencia al mis-

⁽⁵⁷⁾ Definición de INFANTE PÉREZ, V.: “La difusión del uso privado de los avales bancarios solidarios y abstractos”, *DN*, n.º 7, 1991, p. 7.

⁽⁵⁸⁾ Señala BLANCO CAMPAÑA, J.: “Aval cambiario y aval como contrato de garantía”, *RDBB*, julio-septiembre, 1982, pp. 680-681, que en el tráfico mercantil en general, y en el bancario en particular, se conocen como “avales” las garantías escritas y prestadas por bancos en favor de sus clientes, pero también se denominan “avales solidarios” las garantías personales que a veces concurren en los préstamos, aperturas de crédito y otras formas de financiación bancaria. También son “avales” las garantías otorgadas por las sociedades de garantía recíproca o los terceros garantizando el cumplimiento de los convenios de suspensión de pagos. Por último, son “avales” numerosas de las garantías que se prestan en el campo administrativo (fiscal, aduanero, etc.).

⁽⁵⁹⁾ El carácter solidario del aval, además de ser opinión doctrinalmente compartida, está proclamado por el Tribunal Supremo en Sentencia de 21 de marzo de 1980, donde manifiesta que, junto al aval cambiario, el término “aval” tiene otro significado, el de constituir un “contrato de garantía de cumplimiento de otros negocios por virtud del cual una o varias personas se comprometen a cumplir una obligación ya existente o que se crea en el momento otorgándole carácter solidario”.

⁽⁶⁰⁾ Sobre la comisión que cobra el avalista, decir que el art. 1823 del CC permite la fianza gratuita o remunerada, mientras que el art. 441 del CC, establece que será gratuita salvo pacto en contrario.

⁽⁶¹⁾ Carente de regulación propia, en orden a su cumplimiento y exigibilidad debe estar-se a lo pactado, siéndole aplicables también, en la medida en que no contradigan sus caracteres esenciales, los arts. 439 a 442 del Cco. sobre fianzas mercantiles, los arts. 1822 a 1856 del CC relativos a la fianza, lo dispuesto en la sección 4.ª del capítulo III del Título I del Libro IV del CC sobre obligaciones solidarias, así como los usos de comercio por el artículo 2 del Cco.

mo ⁽⁶²⁾. También lo mencionan algunas normas de nuestro ordenamiento jurídico ⁽⁶³⁾.

Son diversos los aspectos que diferencian la g.p.d. del aval bancario. En primer lugar, hemos de señalar que el aval bancario al que aquí hacemos referencia no es una garantía independiente cuyos rasgos esenciales son el pago a primer requerimiento y la imposibilidad de oponer excepciones que deriven de la relación subyacente. Es, al contrario, una garantía accesoria a la que se puede incorporar el pacto de renuncia a la alegación de excepciones dimanantes del contrato base. Por otra parte, y en segundo lugar, la solidaridad es una peculiaridad propia de la cual carece la g.p.d., lo cual no impide, como vimos en su momento, que pueda constituirse de manera solidaria.

No obstante lo anterior, nos podemos encontrar en la práctica con avales a los cuales se incorpora la cláusula de pago a primera demanda. En estos supuestos sólo caben dos posibilidades:

a) que se trate de un aval en sentido amplio con dicha peculiaridad en el pago, en cuyo caso estamos ante la modalidad de garantía que venimos analizando en este epígrafe renunciándose, además, a la oposición de excepciones emanantes del contrato inicial;

b) que se trate de un aval a primera demanda como garantía independiente, en cuyo caso nos encontramos ante la figura objeto de este trabajo con

⁽⁶²⁾ No pensemos que el aval bancario que estudiamos es la fianza mercantil recogida en los arts. 439 a 442 del Cco., pues en ella no se establece la solidaridad como característica propia de la misma, y ello aun cuando la jurisprudencia ha proclamado la presunción de solidaridad de los afianzamientos mercantiles, recurriendo al principio general de solidaridad que informa las obligaciones mercantiles (SSTS de 4 de diciembre de 1950, 7 de diciembre de 1968, 25 de abril de 1969, 10 de abril de 1970, 16 de junio de 1970, 16 de octubre de 1989, 20 de octubre de 1989 y 7 de marzo de 1992). Sobre esta afirmación, VALENZUELA GARACH, F.: "El contrato de fianza...", ob. cit., pp. 444-446, señala que, a pesar de lo sugestivo de las argumentaciones que se han dado a favor de la solidaridad, ello no supera la defensa de la posición contraria, basada en una adecuada hermenéutica jurídica de los arts. 439 a 442 del C. de c., de cuyo contenido no puede deducirse aquella conclusión. Por tanto, y en su opinión, nada impide que pueda darse una fianza mercantil mancomunada.

⁽⁶³⁾ SSTS de 7 de diciembre de 1968, de 24 de noviembre de 1978, de 21 de marzo de 1980, de 11 de julio de 1983 y de 31 de enero de 1986. Como normas de nuestro ordenamiento jurídico, destacan todas las relativas a contratación del Estado, tributarias y procesales así como la Ley de Sociedades Anónimas en su artículo 284.1.e) y f).

una denominación distinta, aunque habitual ⁽⁶⁴⁾, a la que nosotros le venimos dando ⁽⁶⁵⁾.

3. Con respecto al crédito documentario

Tanto el crédito documentario como la g.p.d. son figuras contractuales que nacen en el ámbito de la contratación internacional interviniendo en ambas un sujeto de sobrada solvencia, normalmente una entidad de crédito ⁽⁶⁶⁾. Mas en este epígrafe nos vamos a referir únicamente a los créditos documentarios en sentido estricto, es decir, a aquéllas operaciones que constituyen promesas de pago de una cantidad de dinero que el banco emisor hace al beneficiario contra la presentación de determinados documentos relativos a una operación comercial. Este, además de una función solutoria o de pago, también conlleva una de aseguramiento o garantía ⁽⁶⁷⁾, en el sentido de que con la promesa el beneficiario adquiere la confianza del cumplimiento, habida cuenta, incluso, la solvencia que tiene en el tráfico jurídico. El comprador, por su parte, obtiene la certeza de que el pago se realizará previa comprobación de la entrega de las mercancías.

Ello, no obstante, no debe llevarnos a afirmar que se trate de un instrumento incardinable en la categoría de los contratos de garantía en sentido propio, distinguiéndolo así de la *standby letter of credit* ⁽⁶⁸⁾. El banco no asume una

⁽⁶⁴⁾ Sobre aval prestado a primera demanda, la STS de 24 de noviembre de 1978 señala tratarse de un contrato complejo que se aleja en su configuración de la fianza convencional, que encuentra su fundamento en el principio de autonomía de la voluntad recogido en el art. 1255 del CC, siempre que sus cláusulas no sean contrarias a la ley, la moral o el orden público. Su admisibilidad también se manifiesta en Sentencias de 26 de diciembre de 1986 y de 14 de noviembre de 1989.

⁽⁶⁵⁾ La g.p.d. es denominada de múltiples maneras, como por ejemplo “garantía a primer requerimiento”, “garantía a primera solicitud”, “garantía incondicional”, “garantía bancaria”, “garantía autónoma”, “garantía independiente”, “fianza incondicional”, “aval a primera demanda”, “aval a primer requerimiento”, “garantía abstracta”, “garantía atípica”, etc.

⁽⁶⁶⁾ Señala CERDA OLMEDO, M., en *Garantía independiente...*, ob. cit., p. 76, que ambas figuras constituyen créditos de firma otorgados por el banco a su cliente, en base a la capacidad técnica y financiera que tiene para realizar la operación.

⁽⁶⁷⁾ Se pronuncia así TAPIA HERMIDA, A.: “Cuestiones fundamentales en materia de créditos documentarios”, *RDBB*, julio-septiembre, 2001, pp. 84-85.

⁽⁶⁸⁾ TAPIA HERMIDA, A.: “La carta de crédito *standby*”, en *Instituciones del Mercado Financiero*, Madrid, 2000, pp. 1027-1042, la considera una modalidad de crédito documentario donde se ha reforzado su función de garantía. En cambio, el Preámbulo de las *International Standby Practices*, ISP 98, aprobadas por la Comisión Bancaria de la Cámara de Comercio

obligación de segundo grado, cumpliendo en defecto del deudor principal. El banco, al contrario, se convierte en deudor principal, realizando el pago por cuenta del ordenante en virtud de la cláusula de “*pago contra documento*” incorporada a la relación base⁽⁶⁹⁾.

No obstante haberse asemejado en algún momento⁽⁷⁰⁾, e interviniendo en ambos supuestos una entidad de crédito (con la salvedad de que la g.p.d. pueda ser emitida por entidades de otra naturaleza, como quedó expuesto), crédito documentario y g.p.d. son operaciones con alguna similitud pero con importantes diferencias. Así, mientras que en la primera la función del banco es mediar en el pago, ejecutando la operación base, en la segunda asume una obligación propia por la que asegura que el interés del acreedor será satisfecho⁽⁷¹⁾. Se compromete pues a garantizar, no a pagar⁽⁷²⁾.

Por otro lado, en el crédito documentario, al igual que en la g.p.d., el pago se hace siempre contra la presentación de algún o algunos documentos, sólo que si bien en el primer caso han de justificar el cumplimiento de la prestación de quien lo reclama, es decir, la entrega de la mercancía vendida, en el segundo la reclamación, o en su caso los demás documentos pactados, han de ser suficientes para poner de manifiesto el acaecimiento del suceso, de diversa índole, estipulado, asociado la mayoría de las veces, como ya se ha señalado, al incumplimiento del deudor principal. La obligación de la entidad en ambos supuestos se circunscribe a la comprobación de la regularidad formal de los mismos sin entrar a contrastar su veracidad, manteniéndose pagador y garante al margen de

Internacional el 6 de abril de 1998, señala que nos encontramos ante una institución con caracteres y perfiles propios, independiente del crédito documentario. Dentro de esta última opinión, ver también PERALES VISCASILLAS, M.P.: “La carta de crédito contingente”, *RDBB*, n.º 85, 2000, p. 29, donde manifiesta que, pese a la apariencia de ser un crédito documentario, es realmente una garantía.

(69) Como señala ALONSO UREBA, A., en “Naturaleza y régimen del crédito documentario”, ob. cit., p. 34, la mediación del banco no produce una novación subjetiva respecto de la compraventa, sino que el banco adquiere una posición autónoma que se añade y es distinta a la del comprador. El incumplimiento del banco permite al beneficiario dirigirse contra el mismo exigiéndole el pago, o bien contra el comprador.

(70) Ver STS de 14 de noviembre de 1989 donde se dice, con relación a la g.p.d., que “...nos encontramos ante una operación compleja, que más que al designio de proporcionar una garantía semejante a la fianza, (...) se parece a lo que (...) se viene denominando apertura de crédito documentario...”.

(71) Ver en este sentido CERDA OLMEDO, M.: *Garantía independiente...*, ob. cit., p. 77.

(72) La STS de 10-11-1999 afirma que no se está ante un supuesto de garantía a primera demanda sino ante un crédito documentario, no siendo la función del banco la de garantizar sino la de pagar al beneficiario contra la entrega de los documentos exigidos.

las controversias que puedan surgir entre las partes vinculadas por la relación base.

Aun teniendo funciones y características diversas, el crédito documentario y la g.p.d. se asemejan porque constituyen o se insertan en una operación compleja⁽⁷³⁾, existiendo un contrato de comisión que liga a la entidad de crédito con el ordenante y una relación subyacente, compraventa en el primer supuesto y de distinta índole en el segundo, cuyo pago o cumplimiento da lugar a la emisión de la carta de crédito o de la g.p.d. respectivamente.

Por último, otra similitud la encontramos en el hecho de que la obligación que asume la entidad de crédito en uno y otro caso es independiente, de manera que no podrá oponer excepciones nacidas del contrato inicial ni de aquél que le vincula con el ordenante⁽⁷⁴⁾.

4. Con respecto a las cartas de patrocinio o de confort

La carta de patrocinio nace en el tráfico mercantil vinculada a los grupos de sociedades y a la necesidad de financiación. Su finalidad, en términos generales, es tratar de asegurar por la sociedad madre (emisora) a una entidad de crédito (destinataria o beneficiaria) la devolución de un importe que, como préstamo o apertura de crédito, se va a conceder a una sociedad filial⁽⁷⁵⁾.

Las cartas de patrocinio que se emiten en la actualidad pueden tener muy diverso contenido, planteándose entonces qué consecuencias jurídicas derivan para la emisora y qué derechos, con base en ellas, asisten al beneficiario⁽⁷⁶⁾,

(73) Ver sobre esta semejanza entre g.p.d. y crédito documentario la STS de 10-11-1999.

(74) Sobre la cuestión, ver ALONSO UREBA, A.: "En torno al crédito documentario con particular referencia a las modalidades de créditos transferibles y subsidiarios", en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, coordinado por Alonso Ureba, Bonardell Lenzano y García Villaverde, Madrid, 1990, pp. 467 y 469; TAPIA HERMI-DA, A.: "Cuestiones fundamentales en materia de créditos documentarios", ob. cit., pp. 92 y 101 y ss.

(75) También pueden ser emisores una entidad de crédito a favor de sus clientes (consumidores o no) o un socio no mayoritario. Sobre emisor y beneficiario ver SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: "Las cartas de patrocinio", en *Derecho del Mercado Financiero*, tomo II, vol. 2.º, ob. cit., p. 219; ILLESCAS ORTIZ, R.: "Cartas de acreditación y cartas de garantía", en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil*, tomo II, ob. cit., pp. 1283-1284 y 1287; CARRASCO, CORDERO y MARÍN, ob. cit., p. 315.

(76) Tema tratado en SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: "Las cartas de patrocinio", ob. cit., pp. 211-232, y en ILLESCAS ORTIZ, R.: "Cartas de acreditación y cartas de garantía", ob. cit., pp. 1286-1299.

dada además la imprecisión con que se redactan⁽⁷⁷⁾. Así, podemos distinguir⁽⁷⁸⁾: a) las cartas o declaraciones de conocimiento, denominadas también cartas de confort “débiles”, por cuanto sólo mencionan la existencia de hechos o situaciones de variada naturaleza⁽⁷⁹⁾ conducentes a transmitir cierta tranquilidad en orden al cumplimiento de la filial, y de las cuales podemos afirmar no deriva obligación alguna para el emisor; y b) las cartas o declaraciones de voluntad⁽⁸⁰⁾, cartas de confort “fuertes”, de las que sí emanan una serie de obligaciones en la medida en que, a través de ellas, el emisor se compromete a realizar determinadas conductas tendentes a obtener el cumplimiento de la sociedad filial⁽⁸¹⁾. La inobservancia de tales propósitos permite al destinatario exigir la indemnización por los daños y perjuicios causados⁽⁸²⁾.

Lo que no sucede en una carta de patrocinio es que la sociedad emisora se comprometa a pagar en el caso de no hacerlo la filial, asumiendo de esta manera una obligación de garantía accesoria o independiente, según se configure. De darse este supuesto, saldríamos de la esfera de las cartas de patrocinio para entrar en otras figuras incardinables en la categoría de los contratos de garantía⁽⁸³⁾.

Los datos mencionados nos permiten afirmar que el modelo que tratamos, persiguiendo infundir en su destinatario la certeza del cumplimiento por medio de diversas declaraciones a veces de carácter obligacional, no siempre constituyen un instrumento de garantía. Ello es así en las que denominamos declaraciones “débiles”. En cambio, las cartas de patrocinio “fuertes” sí se podría decir que gozan de tal peculiaridad, aunque dicha finalidad, a diferencia de las figuras vistas hasta el momento (fianza, aval bancario y g.p.d.), no se logra asu-

(77) Señalan CARRASCO, CORDERO y MARÍN, en ob. cit., pp. 315-316, que la ambigüedad con que se redactan estas cartas es una característica que interesa a ambas partes, es un elemento buscado, y con él persiguen que, en caso de conflicto, dicha vaguedad se resuelva a su favor.

(78) Sobre tipos de cartas de patrocinio fuertes y débiles, VICENT CHULIÁ, F.: “Introducción al estudio de las garantías personales...”, ob. cit., pp. 403-406.

(79) Sobre su variado contenido, CARRASCO, CORDERO y MARÍN, ob. cit., p. 311.

(80) Acerca del diverso contenido de las declaraciones de voluntad, CARRASCO, CORDERO y MARÍN, ob. cit., pp. 311-312.

(81) Son básicamente declaraciones en las que la sociedad madre se compromete a mantener una participación determinada en la filial ya sea directa o indirectamente, o a financiarla o a aumentar su capital social si fuera necesario, etc.

(82) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: *El contrato autónomo...*, ob. cit., p. 120.

(83) Sobre cartas de patrocinio y fianza, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: “Las cartas de patrocinio”, ob. cit., pp. 229-230.

miendo directamente una obligación de pago para el caso de que el deudor principal no cumpla, sino de manera indirecta, mediante la adopción de una serie de decisiones y conductas que se entienden consiguen al resultado del cumplimiento esperado.

A título meramente enunciativo, otras diferencias a mencionar entre las cartas de patrocinio y las g.p.d. serían las siguientes⁽⁸⁴⁾: 1) en las cartas de patrocinio el banco suele asumir el papel de destinatario y no de emisor; 2) por medio de las g.p.d. se pueden asegurar operaciones de diversa índole, mientras que las cartas de patrocinio prácticamente se emplean en relación con la devolución de un crédito o préstamo bancario; y 3) la obligación del garante es siempre dineraria, siendo la de la sociedad declarante de otra índole, como ya se ha indicado.

5. Con respecto al aval cambiario

El aval cambiario es una modalidad de garantía personal que persigue asegurar el pago de una letra de cambio. Su peculiaridad reside en tratarse de una garantía independiente, aspecto éste que le acerca a la g.p.d. y la aleja de otras figuras como la fianza aunque, todo sea dicho, con las matizaciones que se harán a continuación.

La mencionada independencia se concreta en una doble manifestación:

a) Como señala el art. 37.1 de la LCCH, el aval es válido aun cuando la obligación avalada fuese nula, salvo que dicha nulidad se deba a un vicio de forma⁽⁸⁵⁾. Este precepto permite afirmar que la obligación del avalista goza de una accesoria formal pero no material, rasgo, el primero, del que carece la g.p.d., coincidiendo en el segundo.

(84) Esta cuestión está muy bien tratada en SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: *El contrato autónomo de garantía...*, ob. cit., pp. 119-124.

(85) ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A.J.: "El aval de la letra de cambio", *Derecho cambiario. Estudios sobre la Ley Cambiaria y del Cheque*, Madrid, 1986, p. 581, manifiesta que la expresión vicio de forma se refiere a la falta de algún requisito esencial de la declaración cambiaria del avalado, por ejemplo, poner el sello en lugar de la firma manuscrita; FERNÁNDEZ-ALBOR, A.: *El aval cambiario*, Madrid, 1992, pp. 111-112, indica que el aval prestado a favor de una obligación cambiaria afectada por un vicio de forma no es válido, porque el negocio jurídico avalado es radicalmente nulo. Quien adquiere una letra de cambio desconociendo que el negocio cambiario garantizado adolece de alguna irregularidad que lo hace ser materialmente nulo merece recibir tutela del ordenamiento jurídico siempre y cuando la adquisición se realice conforme a los principios de la buena fe, y de ahí que el aval prestado a favor de un negocio cartular nulo a causa de una irregularidad formal no pueda surtir efecto alguno frente a ningún poseedor de la letra, puesto que se trata de una irregularidad externa.

b) La citada norma indica igualmente que el avalista no podrá oponer al acreedor de la letra las excepciones personales del avalado ⁽⁸⁶⁾, elemento éste, como ya se ha señalado, esencial a la g.p.d.

Otro aspecto a destacar es el carácter subsidiario de la obligación del avalista, ya lo sea de un obligado en vía de regreso como del aceptante, puesto que el tenedor ha de presentar previamente la letra al pago al obligado directo ⁽⁸⁷⁾. En su momento señalamos también esta peculiaridad en la g.p.d. como elemento esencial, aunque en la práctica opere de una manera diferente ⁽⁸⁸⁾.

También se aprecia el paralelismo en el contenido de las obligaciones de avalista y garante, dado que ambas son de carácter pecuniario, sin que deban tener la misma extensión que la obligación del deudor garantizado, ya que

⁽⁸⁶⁾ Una cuestión debatida es qué se entiende por excepciones personales. La doctrina ha hecho un esfuerzo por aclarar este concepto y, según diversos estudios, podemos afirmar que el avalista no podrá oponer al acreedor cambiario las excepciones personales extracambiarías del avalado contra el tenedor, es decir, aquéllas que deriven de una relación subyacente o de un acuerdo extracambiarío entre ambos, ni las excepciones personales de validez de la obligación del avalado (la falta de capacidad o de representación del avalado, la falsedad de la firma del avalado). Lo anterior con la salvedad de que el acreedor cambiario proceda de manera que exista abuso de derecho en su reclamación, en cuyo caso se entiende oponible la *exceptio doli*. Tampoco podrá oponer las estrictamente personales (minoría de edad e incapacidad). Ver sobre esta cuestión ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A.J.: “El aval de la letra de cambio”, ob. cit., pp. 602-603, y GARCÍA CORTÉS, J.C.: “El aval cambiario. Cosuscripción cambiaria”, en *Tratado de Garantías en la Contratación Mercantil*, tomo I, ob. cit., pp. 565-568. Una opinión un tanto diferente la sostienen CARRASCO, CORDERO y MARÍN, en ob. cit., p. 413, quienes manifiestan que el avalista puede oponer al tenedor de la letra todas las excepciones derivadas de la relación de valuta que pudiera oponerle el avalado fuese o no fuese dicho tenedor parte del contrato de aval. De esta manera, el art. 37.1 se interpreta en el sentido de que el avalista no puede oponer al tenedor que haya sido parte en el negocio jurídico de aval las excepciones personales del avalado que éste tampoco pudiera oponerle al no haber sido parte con el propio avalado en la relación de la que surge la excepción.

De los arts. 20, 37.1 y 67 se deriva que el avalista sí puede oponer al tenedor de la letra sus excepciones personales: las extracambiarías derivadas de la relación de aval al tenedor que fue parte en dicho contrato o que, no siéndolo, hubiese obrado de manera dolosa; y *erga omnes* las excepciones de validez, tanto documentales (defectos de forma de la letra o del aval o de la declaración del avalado) como las de imputación (falsedad de la firma del avalista, falta de poder del representante del avalista, falta de capacidad de obrar del avalista, falsificación o alteración del texto de la letra, etc.); la falta de legitimación del tenedor (art. 67); la extinción del crédito cambiario (art. 67); la extinción de la obligación del avalista (arts. 63 y 88).

⁽⁸⁷⁾ Sobre esta cuestión GARCÍA CORTÉS, J.C.: “El aval cambiario. Cosuscripción cambiaria”, ob. cit., pp. 526-527 y 568.

⁽⁸⁸⁾ Nos remitimos a lo dicho al tratar la subsidiariedad en la g.p.d. en el epígrafe V.

garante y avalista se pueden obligar por una cantidad diferente, aunque en el caso del avalista necesariamente menor (aval parcial).

Por otro lado, g.p.d. y aval cambiario son negocios jurídicos bilaterales, aunque, como contratos, el aval es unilateral, pudiendo la g.p.d. ser unilateral o bilateral (epígrafe VI).

No obstante las anteriores similitudes y sus respectivas matizaciones, también se encuentran algunas claras diferencias. Quizás la más relevante sea el carácter solidario de la obligación del avalista, elemento accidental en la g.p.d., como ya se señaló. Otros rasgos que les separan son: 1) el aval cambiario es una garantía formal a diferencia de la g.p.d.; 2) el aval tiene carácter cartular, la g.p.d. no; 3) el avalista responde ante cualquier tenedor legítimo de la letra, el garante sólo pagará al beneficiario determinado previamente en el contrato⁽⁸⁹⁾.

6. Con respecto al seguro de caución

El seguro de caución es una modalidad de seguro, por tanto tiene una función indemnizatoria de un daño (art. 1 de la LCS), donde el evento cuyo riesgo es objeto de cobertura es el incumplimiento por parte del tomador del seguro de sus obligaciones legales o contractuales (art. 68 de la LCS), de ahí que se diga que además tiene una función garantística.

Esta última aseveración ha dado lugar a un largo debate doctrinal, tanto científico como jurisprudencial, acerca de la verdadera naturaleza jurídica de este contrato⁽⁹⁰⁾, que si bien el legislador quiso zanjar recogéndolo y regulán-

(89) Sobre diferencias entre aval cambiario y g.p.d., GARCÍA CORTÉS, J.C.: "El aval cambiario. Cosuscripción cambiaria", ob. cit., pp. 516-517.

(90) Sobre la naturaleza jurídica del seguro de caución se han pronunciado muchos autores. AVILÉS GARCÍA, J.: "Evolución de las garantías personales en el Derecho español", *ADC*, julio-septiembre, 1996, pp. 1.101-1.104, 1.116-1.117 y 1.126, mantiene que el seguro de caución es una verdadera garantía, puesto que la causa del contrato no es la propia de un seguro sino que se incluye dentro del ámbito de las fianzas o avales emitidos para garantizar el cumplimiento de las obligaciones. El hecho de que dicha garantía sea prestada por una entidad aseguradora no permite alterar la naturaleza jurídica señalada. De ahí que al autor le parezca acertada la postura de quienes sostienen que al seguro de caución deben aplicársele las normas de la fianza, como figura más próxima a la causa del contrato, lo cual no quita la aplicación de las normas del contrato de seguro, por la presencia de ciertos elementos propiamente aseguradores. Concluye pues el autor afirmando que el seguro de caución, no siendo un contrato de fianza, crea una obligación fideusoria; FONT RIBAS, A.: "Comentario a la sentencia del Tribunal Supremo de 16 de febrero de 1983", *CCJC*, enero-marzo, 1983, pp. 242-243, manifiesta que el argumento

dolo en la LCS, continúa abierto, puesto que en la práctica la finalidad garantizadora es primordial en la intención de quienes lo celebran.

que con mayor vigor cabría utilizar contra la naturaleza asegurativa del seguro de caución es la ausencia de una relación de equivalencia entre la noción de riesgo y la de siniestro. El riesgo es el incumplimiento del tomador del seguro de sus obligaciones, tratándose de un riesgo jurídico que depende directamente de la voluntad de las partes, lo cual hace que sea difícil verificar la producción del siniestro. Cuando en las pólizas se vincula la verificación del siniestro a la mera reclamación por parte del asegurado, se hace depender de su exclusiva apreciación la producción del incumplimiento sin que la compañía aseguradora deba interesarse de si la reclamación es justificada o no, con lo que el *aleas* inherente al contrato de seguro desaparece y se lesiona un principio de orden público económico que tiene por función asegurar el equilibrio de la transacción —pago de la prima contra pago de la indemnización por supuesto casual o incierto— en condiciones óptimas de absorber un daño. No obstante lo anterior, mantiene que este contrato persigue garantizar el cumplimiento de la obligación principal y que el hecho de que esta garantía se haga a título de resarcimiento no debe conducirnos a error, pues la función de este contrato es principalmente de garantía y no indemnizatoria, y ello es así en la medida en que el importe de la indemnización aparece tasado de antemano y coincide además con el precio del incumplimiento; VICENT CHULIÁ, F.: “Introducción al estudio de las garantías personales...”, ob. cit., p. 384, califica al seguro de caución como una forma típica de garantía; CAMACHO DE LOS RÍOS, J.: “El seguro de caución como garantía personal”, en *Tratado de Garantías en la Contratación Mercantil*, tomo I, ob. cit., pp. 810-811 y 802, señala que el seguro de caución es un contrato de seguro del que surge una obligación de fianza u obligación fideusoria, en el sentido de que asegurador, asegurado y tomador pactan este contrato para cubrir al acreedor del riesgo de incumplimiento del tomador; BARRES BENLLOCH, M.P.: *Seguro de caución: ¿garantía personal o modalidad aseguradora?*, Colección de Jurisprudencia Práctica, n.º 52, 1993, pp. 19 y 26-28, dice que el carácter accesorio o principal de la obligación del asegurador no es una cuestión pacífica en nuestra doctrina, dada la inevitable comparación con la institución de la fianza. Como una manifestación más de las dudas acerca de su naturaleza jurídica, indica que formalmente el seguro de caución es una modalidad de seguro pero, sin embargo, parece innegable que la esencia del negocio, es decir, su causa, es realizar a través del mismo una garantía personal. Ante la discusión acerca de la exclusión del *aleas* inherente a todo contrato de seguro cuando se utiliza la póliza estimada, manifiesta que el contrato de seguro sí es aleatorio, pues aunque no siempre se ignoran las consecuencias económicas de la verificación del siniestro, sí se ignora la futura verificación del mismo; EMBID IRUJO, J.M.: “El seguro de caución como garantía”, en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, ob. cit., pp. 701-713, señala que son varios los elementos que llevan a la discusión acerca de la naturaleza jurídica del seguro de caución. En primer lugar, el que la mayoría de las pólizas utilizan el término “garantía” para caracterizar la esencia de la prestación del asegurador, y el que a través de esta figura se encajan diferentes modalidades de garantías como la de licitación, reembolso y buena ejecución. Segundo, se da la circunstancia de que el pago de la prima corresponde al tomador del seguro, pero algunas pólizas establecen cláusulas que permiten excluir la posibilidad de que el asegurador pueda oponer al asegurado la falta de pago de las primas a fin de rescindir el contrato o de suspender la cobertura, por lo que algunos autores manifiestan que dicha forma de actuación contradice la estructura sinalagmática del contrato y los principios de la técnica aseguradora, que exigen el pago anticipado como presupuesto de la garantía. A esta alegación responde el autor diciendo que el impago de la prima no repugna la naturaleza del contrato de seguro. En tercer lugar, el riesgo que cubre este contrato es el incumplimiento del deudor tomador del mismo, lo cual, unido al hecho de que normalmente se excluyen como riesgos la fuerza mayor y los catastróficos, permite dar cobertura a los supuestos de

El art. 68 de la Ley de Contrato de Seguro de 1980 define el seguro de caución como aquél por el cual “*el asegurador se obliga, en caso de incumplimiento por el tomador del seguro de sus obligaciones legales o contractuales, a indemnizar al asegurado a título de resarcimiento o penalidad los daños patrimoniales sufridos, dentro de los límites establecidos en la Ley o en el contrato*”. El mismo precepto establece el deber del tomador de reembolsar al asegurador todo pago que hubiere tenido que realizar. Si a estos rasgos añadimos el hecho de que la cláusula de pago a primera demanda se incorpora con frecuencia a los acuerdos de esta índole, entenderemos su proximidad a la g.p.d., razones por las cuales hacemos mención de esta figura⁽⁹¹⁾.

producción voluntaria del siniestro, desapareciendo el *aleas* inherente al contrato de seguro. Al respecto el autor indica que la aleatoriedad está presente en la medida en que, al momento de la celebración del contrato, el riesgo es incierto. Cuarto, la producción del siniestro está configurada en la mayoría de las pólizas con aparente desconexión con el incumplimiento de la obligación del deudor, haciéndose coincidir la misma con la declaración del asegurado por la que requiere el pago. Esto significa que se hace depender de la libre apreciación del asegurado la existencia del incumplimiento que determina el siniestro. En las pólizas no se requiere ni la conformidad del tomador del seguro ni tampoco que el requerimiento sea justificado, siendo frecuente la inclusión de la cláusula de pago a primer requerimiento. Por último, el art. 68 de la LCS establece una acción de regreso a favor del asegurador a fin de recuperar lo pagado del tomador del seguro, que no es la acción subrogatoria del art. 43. Esto ha conducido a la doctrina a negar carácter asegurativo a esta figura dado que no se puede hablar aquí de *transferencia del riesgo* al asegurador, ya que éste puede recuperar en vía de regreso la cantidad pagada. Todas estas características que configuran legal y convencionalmente el contrato de seguro de caución han conducido a negar su naturaleza aseguradora y a afirmar su carácter de auténtica garantía, al margen de su finalidad indemnizatoria. La causa del contrato se corresponde por tanto con la de la fianza o avales emitidos para garantizar el cumplimiento de las obligaciones. La presencia de una compañía de seguros en el contrato no altera la naturaleza de esta figura. De ahí que al seguro de caución le sean aplicables las normas propias del contrato de seguro y las de la fianza, salvo cuando la garantía sea autónoma, en cuyo caso habrá que hacer un esfuerzo de construcción jurídica y dogmática; TIRADO SUÁREZ, F.J.: “Seguro de caución”, en *Ley de Contrato de Seguro*, dirigido por Fernando Sánchez Calero, Navarra, 1999, pp. 1038-1040, señala que, frente a la configuración del seguro de caución como fianza, éste constituye una actividad propia de las entidades aseguradoras. Por otro lado, la presencia de estas empresas impone el sometimiento del contrato a las reglas de la técnica aseguradora, en base a las cuales se establecen las bases técnicas y tarifas del seguro, determinando las primas en relación con los datos estadísticos generales y de experiencia propia de cada entidad y con las características de la operación y el riesgo subjetivo del asegurado. Termina el autor manifestando que, además, el contrato de seguro de caución no es accesorio de la obligación asegurada, de manera que la nulidad de ésta no le afecta si existió una apariencia de riesgo o si no resulta imputable al asegurador la invalidez del negocio jurídico en cuestión.

(91) En este sentido ver CERDA OLMEDO, M.: *Garantía independiente...*, ob. cit., p. 87, quien manifiesta que la semejanza entre la g.p.d. y el seguro de caución es patente, siendo este último también un tipo de garantía personal a medio camino entre la fianza clásica y el depósito-caución.

G.p.d. y seguro de caución son dos institutos que persiguen sustituir a la caución real. En ambos supuestos, el importe pactado se ha de pagar por el garante/asegurador a la presentación de la reclamación por parte del beneficiario/asegurado, lo que pone de manifiesto el acaecimiento del incumplimiento por parte del deudor principal (ordenante/tomador) de las obligaciones contraídas con el acreedor en una relación jurídica subyacente.

En sendas figuras, estamos en presencia de una pluralidad de contratos independientes aunque vinculados entre sí: relación subyacente, comisión y g.p.d. en un caso; relación base y seguro de caución en otro. Pero garante y asegurador asumen obligaciones independientes, de manera que frente al reclamante no pueden oponer las excepciones que deriven del contrato inicial, sino las propias del contrato de g.p.d. o de seguro ⁽⁹²⁾, y además subsidiarias, ya que el incumplimiento del deudor principal forma parte del supuesto de hecho de la obligación de garante y asegurador, siendo posible pactar en uno y otro caso la solidaridad ⁽⁹³⁾.

En su momento señalamos que la prestación del garante tiene carácter indemnizatorio, aspecto éste que se repite en el seguro de caución, donde también se suele establecer de antemano el importe a pagar por el asegurador mediante el recurso a la póliza estimada, permitida al amparo del art. 28 de la LCS ⁽⁹⁴⁾.

Por último, garante y asegurador gozan de una acción de regreso contra el ordenante/tomador para reembolsarse del pago que hubieren tenido que realizar.

⁽⁹²⁾ Por lo que respecta a las excepciones alegables por el asegurador, puede oponer los hechos que han impedido la constitución válida del derecho exigido por el asegurado, lo han paralizado o lo han extinguido. Pero en algunas pólizas encontraremos cláusulas que permiten excluir la posibilidad de que se pueda oponer la falta de pago de las primas por el tomador a los fines de la rescisión del contrato o la suspensión de la cobertura. Todo ello ha servido para fundamentar nuevos argumentos en contra de la naturaleza aseguradora del seguro de caución, por cuanto que contradice la estructura sinalagmática del contrato y los principios de la técnica aseguradora, que exigen el pago anticipado como presupuesto de la garantía.

⁽⁹³⁾ Sobre esta afirmación, CAMACHO DE LOS RÍOS, J.: "El seguro de caución como garantía personal", ob. cit., p. 809.

⁽⁹⁴⁾ La póliza tasada no excluye este carácter indemnizatorio, pues lo que se pretende con la misma es evitar las controversias que puedan surgir al determinar el valor del interés asegurado mediante el cálculo del daño efectivo causado por el incumplimiento del deudor principal, además de que, de no admitirse su utilización, la efectividad que se busca en el seguro de caución, como sustitutorio de la caución real, quedaría desvirtuada. Sobre las pólizas tasadas, CAMACHO DE LOS RÍOS, J.: "Seguro de caución y beneficio de excusión (Comentario a la STS de 26 de enero de 1995)", *Cuad. D. y Com.*, n.º 16, 1996, pp. 260-262.

No obstante las semejanzas reseñadas, la intervención en el seguro de caución de una entidad aseguradora y el hecho de quedar sometido a las reglas propias de la técnica asegurativa le confieren una singularidad tal, y un grado de complejidad, que le separan de la figura objeto de nuestro estudio.

7. Con respecto a la carta de crédito *standby*

La carta de crédito *standby* es una modalidad de garantía atípica independiente propia del comercio internacional que guarda importantes similitudes con la g.p.d. Aunque vinculada en sus orígenes a la banca norteamericana, a la que estaba vetada la emisión de garantías a favor de sus clientes, su utilización es cada vez más frecuente por las entidades de crédito europeas.

Contempladas en la actualidad por dos normativas internacionales de distinta naturaleza, la CNU y las International Standby Practices, ISP98, la carta de crédito *standby* se asemeja en su estructura a la carta de crédito comercial emitida con ocasión de una operación de crédito documentario, pero se diferencia en su función⁽⁹⁵⁾, pues si bien en el segundo caso, cuando el banco entrega al beneficiario el importe establecido, está ejecutando una operación comercial actuando como mediador en el pago, en el primero opera como garante del cumplimiento de una obligación por parte del ordenante, surgiendo su deber de pago de manera extraordinaria cuando el deudor de una relación subyacente no ha cumplido.

Por tanto, g.p.d. y *standby letter of credit* tienen funciones equivalentes pero son distintas estructuralmente⁽⁹⁶⁾, ya que la g.p.d., hemos señalado, es un contrato normalmente unilateral que requiere oferta y aceptación, mientras que la *standby* es un negocio jurídico unilateral no recepticio⁽⁹⁷⁾. En ambos supuestos se dan entrelazadas una relación subyacente de signo diverso y un mandato

(95) Esta afirmación es corroborada por autores como SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: *El contrato autónomo de garantía...*, ob. cit., pp. 114 y 118; y DÍAZ MORENO, A.: "Nota introductoria acerca de la Convención de Naciones Unidas sobre garantías independientes y cartas de crédito contingente", *RDBB*, n.º 64, 1996, p. 1.015-1.016.

(96) PERALES VISCASILLAS, M.P., en ob. cit., p. 29, señala la diversidad estructural existente entre la g.p.d. y la carta de crédito *standby*.

(97) Ver sobre esta calificación PERALES VISCASILLAS, M.P., ob. cit., p. 63. La naturaleza del crédito documentario es discutida, como puede verse en TAPIA HERMIDA, A.: "Cuestiones fundamentales en materia de créditos documentarios", ob. cit., pp. 91-92 y en AA.VV.: *Contratación Internacional*, ob. cit., p. 465. Comparte la consideración mencionada ALONSO UREBA, A.: "Naturaleza y régimen del crédito documentario", ob. cit., pp. 40-41.

o comisión mercantil ⁽⁹⁸⁾, la obligación de la entidad garante o emisora es independiente, dineraria y subsidiaria y se puede cubrir el incumplimiento de obligaciones de distinta índole (crédito contingente de ejecución, de licitación, de anticipos, financiero, etc.) ⁽⁹⁹⁾.

X. LA CAUSA EN LA GARANTÍA A PRIMERA DEMANDA

Muchos son los autores que se han planteado la admisibilidad de la g.p.d. por nuestro ordenamiento jurídico partiendo del control causal, dado que el art. 1261 del CC señala que no hay contrato sino cuando concurren consentimiento, objeto y causa. A raíz de este precepto y de confusas afirmaciones como puedan ser que nos encontramos ante un contrato abstracto, o de que la causa del mismo se encuentra en la relación subyacente o en la de provisión, se hace preciso volver sobre el tema de la causa de la g.p.d. a fin de tratar de encajar esta cuestión de una manera más acertada.

De entrada procede afirmar que la g.p.d. es un contrato causal. La causa del mismo es la función socioeconómica que cumple, que no es otra sino la de asegurar o garantizar al beneficiario, acreedor en una relación subyacente, el cobro inmediato y sin dilaciones de la cantidad de dinero pactada. Esta, que podríamos llamar finalidad o razón de ser objetiva de este tipo de negocio, se consigue independizándolo de la relación jurídica principal, de manera que el garante debe pagar al ser requerido mediante la presentación de una reclamación en los términos estipulados, sin que pueda oponer al beneficiario las excepciones que surjan de aquella, excluyendo así de la configuración de este contrato, en éste y otros muchos aspectos ya señalados, la accesoriedad que caracteriza a la fianza.

Por tanto, la causa del contrato de g.p.d. se encuentra en el mismo contrato y, así descrita, aislada, objetivizada, se repite en todos los que de esta índole se celebren. Cuestión distinta es que el ordenamiento jurídico dé siempre su conformidad. Para que ello sea así, la finalidad concreta, particular, perseguida por las partes intervinientes en cada determinado negocio que se lleve a cabo ha de ser digna de tutela. Con ello hacemos referencia a los motivos que inducen a los contratantes a alcanzar dicho convenio, es decir, a las razones particulares de

⁽⁹⁸⁾ Sobre la estructura de esta operación compleja, PERALES VISCASILLAS, M.P., ob. cit., pp. 52 y ss.

⁽⁹⁹⁾ Sobre clases de crédito contingente, PERALES VISCASILLAS, M.P., ob. cit., pp. 35-39. En relación a las g.p.d., nos remitimos al epígrafe II.4.

garante y beneficiario, que son los elementos que prestan aquí su consentimiento sobre el objeto y la causa del contrato de g.p.d. Cuando el determinado resultado empírico o el propósito práctico o la función socioeconómica concreta ⁽¹⁰⁰⁾ sea ilícito por cualquier razón, es, sencillamente, repudiado. Ahora bien, para que dicho pacto sea radicalmente nulo es menester que el motivo particular que lo invalida sea común a ambas partes, es decir, compartido por garante y beneficiario o, que teniéndolo una sola, la otra lo conozca y no lo rechace ⁽¹⁰¹⁾. La jurisprudencia ha manifestado en reiteradas ocasiones que, para que los motivos tengan la consideración de causa (causalización de los motivos), además han de estar exteriorizados o incorporados al contrato como determinantes del acuerdo de voluntades ⁽¹⁰²⁾. Mas, en nuestra opinión, el hecho de mantener oculto un propósito compartido o consentido pero jurídicamente repudiable no valida el negocio, pudiendo alegarse dicha circunstancia en orden a la nulidad del acuerdo. Esta afirmación encuentra un apoyo en las palabras de DE CASTRO ⁽¹⁰³⁾, al manifestar que, dejando aparte las pretensiones individuales, ocultas o expresas, lo que importa es la repercusión social del contrato, en la medida en que esos deseos vengan a darle un sentido especial respecto a su calificación causal.

Señala el art. 1275 del CC que es nulo el contrato sin causa o con causa ilícita. Con respecto a la carencia de causa aplicada al contrato de g.p.d., nos encontraríamos en esta situación en los supuestos de simulación absoluta, es decir, aquéllos donde en apariencia se concertara un negocio de esta naturaleza que en realidad fuera inexistente. Por lo que atañe a la causa ilícita, se entiende por tal la que es contraria a la ley o a la moral, es decir, la que se opone a una norma imperativa de manera directa o indirecta (fraude de ley), a los principios de orden público y a la concepción ética que impera en una sociedad en un lugar y tiempo determinados ⁽¹⁰⁴⁾.

⁽¹⁰⁰⁾ Sobre la causa del contrato ver DÍEZ-PICAZO, L., ob. cit., tomo I, pp. 234 y ss.; CLAVERÍA GONSÁLVEZ, L.H., en *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, dirigido por Manuel Albaladejo y Silvia Díaz Alabart, tomo XVII, volumen 1-B, Madrid, 1993, pp. 559 y ss.; JORDANO BARÉA, J.B.: "La causa en el sistema del Código Civil español", en *Estudios de Derecho Civil en Homenaje al Profesor Dr. José Luis Lacruz Berdejo*, vol. I, Barcelona, 1992, pp. 457 y ss.; y AMORÓS GUARDIOLA, M., en *Comentario del Código Civil*, Ministerio de Justicia, dirigido por Cándido Paz-Ares, Luis Díez-Picazo, Rodrigo Bercovitz y Pablo Salvador Coderch, tomo II, Madrid, 1993, pp 478 y ss.

⁽¹⁰¹⁾ En este sentido se pronuncian CLAVERÍA GONSÁLVEZ, L.H., ob. cit., p. 576, y DÍEZ-PICAZO, L. y GULLÓN, A.: *Sistema de Derecho Civil*, vol. II, Madrid, 2000, p. 46.

⁽¹⁰²⁾ Ver por todos AMORÓS GUARDIOLA, M., ob. cit., pp. 479 y 482.

⁽¹⁰³⁾ DE CASTRO Y BRAVO, F.: *El negocio jurídico*, Madrid, 1984, pp. 228-229.

⁽¹⁰⁴⁾ Así se pronuncian ALMAGRO NOSETE, J., en *Comentario del Código Civil*, dirigido por Sierra Gil de la Cuesta, tomo 6.º, ob. cit., p. 605 y CLAVERÍA GONSÁLVEZ, L.H.,

También se sanciona con la nulidad el contrato con causa falsa (art. 1276 del CC). En este caso estamos ante una situación de simulación relativa, o sea, aparentemente se concluye un contrato de g.p.d. cuando en realidad el verdadero es de otra naturaleza (negocio disimulado).

La causa del contrato de g.p.d. así entendida da respuesta además a otras vertientes de este complejo término, como son la causa (fuente) de las obligaciones y la causa (justificación) de las atribuciones patrimoniales⁽¹⁰⁵⁾ que de él derivan. Así pues, es el propio contrato de garantía la causa de la obligación que asume el garante de pagar una cantidad determinada de dinero cuando se le reclame en las condiciones pactadas, y la causa de la atribución patrimonial que se realiza a favor del beneficiario. También sería la causa de la obligación asumida por este último si el contrato fuera bilateral, posibilidad estudiada anteriormente.

XI. LA GARANTÍA A PRIMERA DEMANDA, ¿GARANTÍA ABSTRACTA?

A la g.p.d. se le denomina con frecuencia garantía abstracta, mas ¿qué se quiere decir con ello? La expresión “contrato abstracto” puede tener tres significados distintos⁽¹⁰⁶⁾. Por el primero, lo será todo negocio jurídico que no tiene causa; por el segundo, el que teniendo causa no la expresa (abstracción formal o procesal); y por el tercero, el que aparece desligado de su causa y funciona con completa independencia de ella, es decir, se produce el efecto jurídico querido con independencia de las vicisitudes, anomalías e irregularidades de su causa⁽¹⁰⁷⁾.

ob. cit., pp. 573 y 576-577. Según la STS de 5 de abril de 1966 “...el orden público nacional está integrado por aquellos principios jurídicos, públicos y privados, políticos, morales, e incluso religiosos, que son absolutamente obligatorios para la conservación del orden social en un pueblo y en una época determinada”. Por moral ha de entenderse la moral social vigente en la comunidad en que se trate en el momento en que se celebra el contrato.

(105) En este sentido CLAVERÍA GONSÁLVEZ, L.H., ob. cit., p. 563.

(106) Ver sobre las diversas acepciones DÍEZ-PICAZO, L., ob. cit., tomo I, pp. 236-240.

(107) Como señalan diversos autores (ver por todos CLAVERÍA GONSÁLVEZ, L.H., ob. cit., pp. 611 y ss.), se entiende por abstracción el artificio que consiste en separar los efectos del negocio de su causa (resultado práctico propuesto). La abstracción puede ser absoluta o relativa. La primera implica que la validez del negocio es definitiva con independencia de las anomalías de la causa en cuanto a su existencia y licitud. La abstracción es relativa cuando la injusticia a que pueden llevar la posible ilicitud o invalidez de la causa se procuran remediar mediante la concesión al perjudicado de una acción por enriquecimiento injusto. No obstante, señala, aun confirmando al perjudicado dicho remedio, los resultados a que conduce dicha solución repugnan a los criterios de justicia, pues en todo caso el deudor deberá cumplir para luego ponerse en una lista de acreedores que incluso podrían desplazarle en caso de insolvencia.

Por lo que atañe a la primera de las acepciones, procede recordar que nuestro ordenamiento jurídico es causalista, ya que el art. 1261.3 del CC establece que no hay contrato sino cuando concurre en él el requisito de la existencia de una causa de la obligación (relación obligatoria) ⁽¹⁰⁸⁾ que se establezca, y el art. 1275 del mismo cuerpo legal que los contratos sin causa no producen efecto alguno. De ello podemos concluir que, al amparo de nuestro ordenamiento jurídico, no pueden existir contratos sin causa o abstractos según el primero de los sentidos anteriormente citados ⁽¹⁰⁹⁾. La g.p.d. es un contrato causal como hemos tenido ocasión de ver, por lo que este significado no es aplicable a la misma cuando se la califica de garantía abstracta.

La segunda de las acepciones que se atribuía al negocio jurídico abstracto era la de aquél que teniendo causa no la expresa, gozando pues de lo que se denomina por la doctrina italiana abstracción formal o procesal. Dicha posibilidad es lícita y está mencionada en el art. 1277 del CC ⁽¹¹⁰⁾. La misma conlleva la inversión de la carga de la prueba, de manera que no es el acreedor demandante sino el deudor demandado quien oponga y pruebe la falta o la ilicitud de la causa. La circunstancia descrita pueden darse en un contrato de g.p.d. concreto o en cualquiera de otra índole cuando la causa no se manifieste, pero lo que este precepto describe no es una nota característica del tipo de negocio que estudiamos, por lo que a este significado tampoco se hace referencia cuando se afirma que la g.p.d. es un contrato abstracto.

Por último, y en lo relativo a la calificación de “abstracto” al negocio que aparece desligado e independizado de su causa y funciona con completa independencia de ella, tampoco es aplicable a la g.p.d. puesto que, según se expuso en el epígrafe anterior, las vicisitudes, anomalías e irregularidades de ésta sí afectan a su validez, al proclamar los arts. 1275 y 1276 del CC la nulidad radical del contrato sin causa, con causa ilícita o falsa.

De lo dicho resulta que es del todo punto inadecuado decir que la g.p.d. es un contrato abstracto ⁽¹¹¹⁾, pues, se mire desde donde se mire, no responde a

(108) Sobre la causa de la obligación como causa de la relación obligatoria, ver DE CASTRO Y BRAVO, F., ob. cit., p. 186.

(109) En este sentido se pronuncian DÍEZ-PICAZO, L., ob. cit., tomo I, p. 239, y CLAVERÍA GONSÁLVEZ, L.H., ob. cit., p. 616.

(110) Cuando en algunas ocasiones la Jurisprudencia se ha referido al negocio abstracto, lo hace a la llamada abstracción procesal, cuyo efecto consiste en la inversión de la carga de la prueba.

(111) Señalan CARRASCO, CORDERO y MARÍN, en ob. cit., p. 353, que las g.p.d. son garantías causales y no abstractas, aunque se ha sostenido lo contrario hasta la saciedad por quienes han estudiado esta cuestión.

ninguno de los significados anteriormente expuestos. Sólo cabría añadir, como posibilidad, que quienes utilizan este término lo hagan, bien como sinónimo de contrato independiente ⁽¹¹²⁾ en el sentido de que las anomalías, vicisitudes e irregularidades de la relación inicial no afectan a la validez de la garantía, en cuyo caso estaríamos ante un nuevo sentido del término, bien entendiendo que la causa del contrato de g.p.d. se encuentra en el negocio jurídico subyacente, cuyas vicisitudes, anomalías e irregularidades no le afectarían, interpretación esta última inaceptable, tanto desde el punto de vista de la causa de la garantía, que no es esa, como comentamos, como desde la perspectiva de que un contrato con causa viciada en la manera expuesta es nulo.

XII. LA *EXCEPTIO DOLI*

Como se ha señalado con anterioridad, la g.p.d. es un tipo de negocio jurídico que conlleva la particularidad de que el garante no pueda oponer al beneficiario otras excepciones más que las que deriven del propio contrato de garantía. Con ello se persigue fundamentalmente la utilización de un instrumento que asegure al beneficiario la entrega inmediata del importe pactado una vez presentada la reclamación según los términos estipulados.

No obstante lo anterior, el ordenamiento jurídico no puede amparar situaciones antijurídicas ⁽¹¹³⁾, entendiéndose por tales todas aquéllas en las que, por una u otra razón, no se dan los requisitos necesarios para merecer la tutela del mismo. En un supuesto semejante nos encontramos cuando se realice una reclamación de pago sin fundamento, contraviniendo el principio general de la buena fe proclamado en el art. 7.1 del CC ⁽¹¹⁴⁾. En estos casos, el garante puede negarse al cumplimiento de su obligación mediante la oposición de la *exceptio doli*, aceptada incluso en los ordenamientos jurídicos donde está permitida la abstracción causal. Igualmente, este supuesto se contempla de manera particular en el art. 19 de la CNU.

Vamos a dar a continuación respuesta a diversas cuestiones que se plantean en relación con esta excepción.

⁽¹¹²⁾ En este sentido lo hace el Tribunal Supremo en Sentencia de 14 de noviembre de 1989.

⁽¹¹³⁾ A modo de ejemplo, ver STS de 27 de octubre de 1992.

⁽¹¹⁴⁾ Sobre esta cuestión, GULLÓN BALLESTEROS, A.: “En torno a las nuevas formas de garantía”, *AAMN*, tomo XXXIII, pp. 330-331, manifiesta que nos encontramos ante conceptos jurídicos indeterminados que plantean el problema de su concreción en la práctica.

A) *Requisitos que deben concurrir para que se pueda alegar la exceptio doli.*

1. La reclamación carece de fundamento. Ello sucede, por ejemplo, cuando:

a) El deudor ha cumplido.

b) El deudor no tiene que cumplir. En este último caso estaríamos cuando hubiese habido una condonación ⁽¹¹⁵⁾ o una renuncia por parte del acreedor, o una compensación para el supuesto de que por otra relación jurídica ambos fuesen recíprocamente deudores y acreedores, o fuese nulo por cualquier razón el negocio subyacente o declarado nulo (anulado) por un tribunal ⁽¹¹⁶⁾.

Recordemos que hablamos de una modalidad de garantía donde el incumplimiento del deudor forma parte del supuesto de hecho de la obligación del garante. Este, por tanto, ha de cumplir cuando dicha contingencia haya acontecido, y no acaece si, o bien el deudor ya cumplió, o bien no tiene por qué hacerlo. El beneficiario exige el pago del garante aduciendo el incumplimiento del deudor y ello no es así. En este caso, nos encontramos ante una reclamación abusiva (art. 7.2 del CC) que respalda la excepción al pago por dolo ⁽¹¹⁷⁾.

2. Las circunstancias descritas deben ser demostrables en juicio mediante la exhibición de documentos que formalmente, sin necesidad de prueba fáctica ulterior, pongan de manifiesto de una manera clara y determinante la falta de derecho del beneficiario. Entrar en la constatación efectiva de los hechos que se alegan por el garante supondría la quiebra de la independencia de la g.p.d., teniendo que negar cuanto hemos dicho y admitir encontrarnos ante una garan-

(115) Ver AA.VV.: *Contratación internacional*, ob. cit., pp. 595-596, donde se manifiesta que puede darse también el supuesto de que la deuda del ordenante se haya extinguido por condonación, o haberse reducido, en cuyo caso el garante hará valer como excepción personal estos hechos, bien sea acudiendo a las normas que rigen la buena fe en el ejercicio de los derechos e interpretación de los contratos (arts. 7, 1258, 1282 y 1283 del CC, así como el art. 57 del Cco.), o bien si el convenio de condonación o reducción contienen una estipulación a favor del garante (art. 1257 del CC).

(116) A modo de ejemplo, la CNU, en su art. 19.2, hace mención de una serie de supuestos de reclamación carentes de todo fundamento, donde se relacionan algunos de los aquí señalados.

(117) El dolo equivale a la mala fe o ausencia de buena fe. Ver por todos LACRUZ BERDEJO, J.L.: *Elementos de Derecho Civil, Derecho de obligaciones*, tomo I, vol. I, 2.^a ed., Madrid, 2000, p. 170.

tía accesoria donde esta nota ha quedado suspendida. Así lo entiende también la doctrina más acertada ⁽¹¹⁸⁾. El garante, por tanto, sólo puede oponer la *exceptio doli* cuando cuenta con una prueba líquida, incontestable, literosuficiente, que haga fe por sí sola, de manera inmediata y notoria, del abuso del beneficiario, sin que sea susceptible de interpretación.

De no contar con dicha prueba, el garante ha de pagar primero y litigar después, rigiendo la regla *solve et repete*. Una vez hecho esto, la eventual recuperación de un pago indebido recaería sobre el ordenante o sobre el garante, según el caso. Correspondería al primero en el supuesto de que el garante no hubiese podido evitarlo al no contar con una prueba irrefutable que evidenciara la carencia de fundamento de la reclamación. En cambio, quedaría a cargo del garante si, existiendo, no la hubiese utilizado perjudicando de esta manera al ordenante.

Así, el cumplimiento del garante queda pues afectado por la aplicación de principios generales como el de buena fe (arts. 7 y 1258 del CC y 57 del Cco) y por la interdicción de la onerosidad sobrevenida extraordinaria (art. 1895 del CC). El garante concedor de la actuación dolosa del beneficiario debe rechazar el pago en defensa incluso de los intereses del ordenante ⁽¹¹⁹⁾. Si no se abstuviera, su conducta sería calificada de negligente y se le podría exigir responsabilidad por parte del deudor.

B) *Carácter extraordinario de la exceptio doli.*

Hay que entender que la facultad del garante de hacer valer la *exceptio doli* debe tener un carácter restrictivo ⁽¹²⁰⁾, en el sentido de que sólo se pueda oponer cuando se den las pruebas mencionadas ya que, de no ser así, estaríamos poniendo en peligro la finalidad esencial de la g.p.d.: asegurar al beneficiario la

(118) En este sentido CARRASCO, CORDERO y MARÍN, ob. cit., p. 362, y DÍAZ MORENO, A.: “Los trabajos de la UNCITRAL en materia de garantías independientes internacionales”, ob. cit., pp. 192 y ss.

(119) Señala CERDA OLMEDO, M., en *Garantía independiente...*, ob. cit., p. 184, que la constatación por el garante de encontrarse ante una reclamación fraudulenta únicamente puede hacerse mediante la *prueba intrínseca*, o sea, deduciendo el carácter abusivo de la reclamación de las condiciones de realización de la propia garantía.

(120) ALBIEZ DOHRMANN, K.J.: “Las bases dogmáticas de las garantías bancarias”, ob. cit., p. 1.866. Para evitar la excesiva generalización de la *exceptio doli*, insiste en su carácter extraordinario, debiendo estimarse restrictivamente y en casos concretos perfilados por los tribunales, sin que su admisión afecte a la independencia de la garantía.

satisfacción inmediata de su derecho de crédito ⁽¹²¹⁾. En defensa de la efectividad de esta figura, algunos autores proponen incluso limitar el tipo de instrumento probatorio a aportar, siendo únicamente admisibles sentencias y laudos ⁽¹²²⁾. Por otro lado, la existencia de acciones de restitución que corresponden a garante y deudor principal cuando el pago ha sido indebido reequilibran los intereses de las personas que intervienen en la operación compleja de garantía.

(121) A propósito de la *exceptio doli*, señala CAMACHO DE LOS RÍOS, J., en “Interpretación de las cláusulas a primera demanda en los contratos mercantiles”, ob., cit., pp. 412-414, que su uso indiscriminado es contrario al espíritu de la garantía independiente y que tal tipo de garantía no ha de considerarse generadora de un derecho-deber del garante a pagar en todo caso, sino como un derecho del garante a pagar sin tener que averiguar si el ordenante ha cumplido o no con sus obligaciones. De ello concluye el autor que la *exceptio doli* ha de aplicarse de forma muy restrictiva, admitiéndose exclusivamente en aquellos supuestos en los que la reclamación es manifiestamente abusiva, tanto en el fondo como en la forma. Afirma que una reclamación es abusiva en cuanto al fondo cuando se haga con ánimo de defraudar, como por ejemplo, cuando exista una sentencia que declare el perfecto cumplimiento del ordenante y aun así se exija el cumplimiento de la garantía. No es abusiva, aunque sí puede considerarse improcedente, cuando esté pendiente un litigio que decida sobre el cumplimiento o incumplimiento del deudor. Por lo que se refiere a la forma, la *exceptio doli* cabrá cuando la reclamación sea notoriamente abusiva, es decir, ha de ser conocida por el garante sin especiales indagaciones. No obstante estas afirmaciones, el autor acaba reconociendo que las pruebas líquidas del abuso, la mayoría de las veces, sólo las puede aportar el ordenante, por lo que mantiene el deber del garante de poner la reclamación en conocimiento del deudor.

(122) DÍAZ MORENO, A., en “Las garantías a primer requerimiento...”, ob. cit., pp. 646-650, señala que el “talón de Aquiles” de las garantías independientes radica en la determinación segura de los casos, excepcionales, en que debe tener cabida la excepción basada en el abuso de derecho o fraude, entendida como posibilidad de alegación de vicisitudes propias de la relación subyacente. Opina que sólo podrán oponerse excepciones derivadas del contrato principal cuando se aporte una sentencia o laudo que declaren la inexistencia del derecho del acreedor y que el abuso o fraude sólo podrá alegarse cuando exista constancia, notoria, de que el acreedor no tiene derecho a reclamar la garantía.

LA MANIPULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES A TRAVÉS DE INTERNET. NUEVAS ARMAS PARA PROBLEMAS ANTIGUOS ⁽¹⁾

BEATRIZ BELANDO GARÍN

*Doctora en Derecho. Profesora Ayudante de Derecho Administrativo
Universidad de Valencia*

SUMARIO

- I. APROXIMACIÓN A LOS RIESGOS DE INTERNET EN EL MERCADO DE VALORES.
- II. LA RESPUESTA COMUNITARIA: LA DIRECTIVA 2003/6/CE SOBRE LAS OPERACIONES CON INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y LA MANIPULACIÓN DEL MERCADO.
- III. EL ETERNO PROBLEMA DE LA TERRITORIALIDAD.
- IV. LA AMPLIACIÓN DE LAS FACULTADES DE LA CNMV CONTRA LAS ACTUACIONES DE MANIPULACIÓN TRAS LA APROBACIÓN DE LA LEY DE SERVICIOS DE LA SOCIEDAD DE LA INFORMACIÓN Y DE COMERCIO ELECTRÓNICO Y LA RECIENTE LEY FINANCIERA.

(1) Este artículo se ha realizado en el marco del Proyecto de Investigación "Internet y las transformaciones del Derecho público" (BJU2000-1175), financiado por el Plan Nacional de Investigación Científica, Desarrollo e Innovación Tecnológica (I+D+I) 2001-2003 y dirigido por el Profesor José María Baño León.

1. Las órdenes administrativas de retirada de la información falsa o engañosa.

- A) La necesidad de obtener la correspondiente autorización judicial. Supuestos.
 - a) *Rumores e informaciones falsas emitidas en foros de opinión, correos electrónicos y chats.*
 - b) *Informaciones falsas contenidas en periódicos financieros on line.*
 - c) *Las informaciones falsas emitidas dolosamente por los analistas financieros a través de las webs de los intermediarios financieros.*
 - d) *Informaciones falsas vertidas en campañas publicitarias.*
- B) Órgano competente para emitir las autorizaciones judiciales necesarias en los supuestos de confrontación con los derechos contenidos en el artículo 20 de la CE.
- C) Los prestadores de servicios no nacionales.
- D) Sanciones previstas en caso de incumplimiento.

2. Unas breves notas sobre los “chiringuitos financieros” on line.

3. El cierre del sistema: la acción de cese ante la jurisdicción civil.

V. CONCLUSIÓN.

I. APROXIMACIÓN A LOS RIESGOS DE INTERNET EN EL MERCADO DE VALORES

Desde su aparición la Red ha incidido de manera notable en el modo de realizar las operaciones más diversas: adquirir productos o bienes o recibir información profesional sobre salud, economía, deporte, etc. Los efectos de este medio de comunicación no han sido siempre beneficiosos, dado que Internet ha generado o simplemente ha facilitado la realización de actuaciones que lesionan derechos fundamentales (como la autodeterminación informática) o simplemente ponen en peligro los intereses económicos de sus usuarios (ventas fraudulentas a través de la Red, productos “milagro”, etc.).

En el supuesto concreto del mercado de valores, las nuevas tecnologías han penetrado con fuerza entre los intermediarios que operan en este sector, de forma que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha realizado importantes esfuerzos para poner soluciones a problemas que aunque antiguos (manipulación de los precios, informaciones falsas, etc.) se presentan utilizando

un instrumento al que la Administración no sabe responder. La presencia de Internet en el mundo de las finanzas ha generado así una verdadera carrera contrarreloj por parte de los legisladores. Las expectativas que la utilización de este vehículo de intercambio de información generó superaron con creces el estrecho marco regulador de los distintos Estados forzando a los supervisores a una batalla por dirigir los acontecimientos a los parámetros de la legalidad. En realidad Internet no es más que un medio de comunicación, no se trata de conductas de nueva aparición sino el soporte de operaciones y actividades tradicionales. Sin embargo, al igual que la banca telefónica generó en su momento cierta confusión sobre su sujeción a los requisitos de las entidades de crédito realizadas a través de sucursales ⁽²⁾, la Red ha provocado un debate semejante con relación a las operaciones de intermediación y demás actividades del mercado.

Tras una inicial desconfianza de los Estados a su implantación definitiva en los sectores financieros, la realidad ha impuesto un cambio de actitud y, por tanto, a escala nacional como internacional, se reproducen los esfuerzos normativos para lograr la aplicación de los principios tradicionales de este mercado (entre otros, transparencia e integridad del mercado) a las entidades que operan a través de la Red, o que la utilizan con otros objetivos como el publicitario. Muchas de estas iniciativas no se han plasmado aún en normas concretas pero apuntan ya las soluciones que se barajan. Todas ellas parten de trasladar las soluciones habituales a las actividades irregulares con independencia de que éstas se realicen a través de este nuevo instrumento.

La cooperación internacional ha devenido en cualquier caso imprescindible dado que este medio ha revelado una importante deficiencia de todas las regulaciones con relación a los operadores del mercado de valores: el carácter estatal de todas ellas. En las diversas legislaciones nacionales se parte de operadores que se encuentran registrados en un país concreto donde se sujetan a un bloque normativo, pero los peligros de la Red en este ámbito derivan del hecho de que el inversor puede acceder desde su ordenador a un operador cuya sede se encuentra en otro Estado, cuya regulación puede ser manifiestamente insuficiente. La internacionalización de actividades y la circulación de información que Internet permite, y constituye una de sus principales características, puede convertirse en un instrumento de enorme peligro para los intereses económicos de los inversores. Cuando el país de origen de la página del operador es un paraíso regulatorio, el simple acceso a la misma constituye un riesgo significati-

⁽²⁾ MATEU DE ROS, R., "La contratación bancaria telefónica", *RDBB*, n.º 62, 1996, pp. 265 y ss.

vo para el inversor frente al que el supervisor poco puede hacer⁽³⁾. Si el intermediario público al que se accede desde nuestro país es un operador que posee sucursales en algún país de la Unión Europea, el problema no es tal en la medida en que éste se encontrará sujeto a la supervisión y regulación de aquel país sin que existan en principio riesgos para el inversor *on line* español.

Desde una perspectiva general, los riesgos para los inversores pueden sintetizarse en:

1. La prestación de servicios de inversión por empresas sin autorización en España.
2. Deficiencias en las estructuras de las empresas de inversión para hacer frente a la intermediación a través de la Red (*investor on line*).
3. La difusión de información falsa o errónea en Internet⁽⁴⁾.

La prestación de servicios a través de la Red por operadores que no cumplen con los requisitos que les exige la legislación nacional —entre otros, la obligación de obtener la correspondiente autorización administrativa para operar— implica un enorme riesgo para los inversores. A través de la emisión de la autorización administrativa, la Administración controla que los intermediarios que operan en el sector posean una serie de elementos estructurales que les permitan realizar su actividad de forma ordenada. La autorización constituye de esta forma un instrumento esencial para evitar que los inversores sean defraudados al colocar una barrera previa que impide el acceso al mercado de sujetos que no gozan de garantías suficientes para el desarrollo de esta actividad. La posibilidad que ofrece la Red de operar sin autorización implica por tanto, un alto riesgo⁽⁵⁾.

(3) La CNMV ha venido exigiendo a las *webs* a través de las cuales se pueden realizar actividades de inversión que adviertan de manera visible al inversor internauta de la existencia de hipervínculos con otras entidades que no se encuentran sujetas a la supervisión de la CNMV.

(4) Las autoridades europeas tampoco han sido ajenas a las enormes posibilidades que Internet ofrece a aquellos dispuestos a incidir de forma fraudulenta en las cotizaciones de los mercados. Uno de los primeros países europeos en responder a estas amenazas ha sido Francia que ha emitido una serie de recomendaciones advirtiendo contra la difusión de información financiera falsa a través de Internet, entre otras la *Recommandation n.º 93-01*.

(5) En EE.UU. el debate ha girado en torno a la posibilidad de exigir a los portales que permiten el acceso a intermediarios financieros la correspondiente autorización para operar. Ante la inicial confusión, la cuestión parece haber quedado relativamente esclarecida a través de una SEC *no-action letter* de 1996 [Charles Schwab & Co., Inc., SEC No-action Letter, 1996 (27 de noviembre, 1996)]. Sobre la misma, FUREY, J.M./KIESEWETTER, B.D., “On-line Broker-Dealers: Conducting Compliance reviews in Cyberspace”, *Business Lawyer*, vol. 56, 2001, pp. 1.461 y ss., en concreto, pp. 1.481-1.483. Esta “norma” (en realidad las *no-action letters* no son

La necesidad de poseer una estructura empresarial que permita a los intermediarios actuar de forma eficiente y con seguridad en el mercado de valores es otro de los elementos esenciales en la protección del inversor. En la medida que la intermediación *on line* facilita el desarrollo de estas actividades por personas con escasos medios, se elevan las posibilidades defraudatorias.

A pesar de la dificultad que representa para los supervisores el control de los operadores no autorizados o carentes de los medios necesarios, el riesgo más importante de Internet es sin duda la divulgación de información falsa o engañosa. La importancia de este elemento en el mercado se demuestra simplemente comprobando la atención prestada desde las primeras legislaciones de valores a la difusión de los informes contables de las empresas que cotizan en bolsa poniendo fin de esta forma a los rumores infundados que circulaban por los mercados y que alteraban sin fundamento real las cotizaciones. Estos informes contables son en la actualidad enviados regularmente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que los registra para su acceso público y los supervisa. Frente a este instrumento tradicional, la Red permite lograr una amplísima difusión de informaciones e informes falsos sin control público alguno.

Los vehículos a través de los cuales es posible la difusión de esta información errónea o simplemente falsa son entre otros: los foros de discusión en Internet ⁽⁶⁾, los mensajes de e-mail masivos, los "spam", los periódicos de inversión de Internet, en definitiva cualquier forma de mensaje electrónico al

normas jurídicas sino recomendaciones del personal de la SEC a las cuestiones que le son planteadas) ha establecido las condiciones que deben presentar los acuerdos entre los intermediarios y los portales de Internet para eximir a estos últimos de las exigencias de la normativa federal de valores, que son: 1) Los portales recibirán una cantidad fija por orden transmitida, que no variará en atención al número de acciones o valores de la orden del cliente transmitida al intermediario a través de los portales; 2) El intermediario será responsable de toda la publicidad y demás materiales relacionados con los servicios financieros. Los portales facilitarán estos materiales sólo con la adecuada transparencia; 3) Los portales no recomendarán valores concretos; 4) Ningún portal participará en los servicios financieros ofrecidos por el intermediario, incluyendo la apertura, mantenimiento o cierre de cuentas o gestión de carteras de valores de los clientes. La idea básica de la "norma" según URGER es que los portales operan de forma similar a las líneas de teléfono o de los periódicos, simplemente transmitiendo el mensaje entre el intermediario y el inversor, Commissioner Laura S. UNGER, SEC, On-line brokerage: keeping apace OF Cyberspace, 19 (1999), www.sec.gov.

(6) Son entre otros los "chat rooms", donde los participantes tienen la oportunidad de en tiempo real enviar comentarios y contestar a los de otros participantes; "bulletin boards", que son centros de recepción de mensajes en el ciberespacio donde pueden ser colocados comentarios sobre emisores, valores, industrias o cualquier cuestión relacionada con los mercados; y finalmente los foros de opinión que ofrecen determinadas páginas de Internet; FUREY, J.M./KIESEWETTER, B.D., "On-line Broker-Dealers...", op. cit., p. 1.483.

que se acceda a través de un clic del ratón ⁽⁷⁾, lo que complica enormemente el control y represión de estas conductas. Los riesgos que se describen no son de forma alguna teóricos, por el contrario, la experiencia de varios países da muestras sobradas de fraudes significativos. Así, en EE.UU. donde la presencia de los intermediarios en la Red es bastante más amplia que en nuestro país, los casos de fraude a través de Internet se han elevado desde el año 1995 a ciento ochenta, centrados casi todos ellos en la difusión de informaciones falsas ⁽⁸⁾.

II. LA RESPUESTA COMUNITARIA: LA DIRECTIVA 2003/6/CE, SOBRE LAS OPERACIONES CON INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y LA MANIPULACIÓN DEL MERCADO

La manipulación de los precios a través de informaciones falsas es, junto con la utilización de información privilegiada, una de las actuaciones defraudatorias más antiguas y extendidas de este mercado ⁽⁹⁾. La trascendencia de estas conductas parte de un elemento básico de este mercado, su volatilidad ⁽¹⁰⁾, que unido a la importancia de la “información” como valor, justifican los riesgos de estas actividades. La aparición de Internet ha facilitado la práctica de estas actividades al conseguir una repercusión más amplia de todas ellas, y ha contribuido con ello a que el riesgo para los inversores se eleve exponencialmente.

⁽⁷⁾ STARK, J.R., “EnforceNet Redux: A retrospective of the SEC’s Internet Program”, *Business Lawyer*, vol. 57, 2001, p. 108.

⁽⁸⁾ Como ejemplo, puede citarse la sanción administrativa impuesta por el supervisor norteamericano, la Securities and Exchange Commission (SEC), a Scott ESKEW por la difusión de un informe financiero falso a través de la Red con el objetivo de manipular la cotización de una empresa. Otros fraudes importantes relacionados con la Red se contienen en la *Relase* n.º 2001-24, de 24 de marzo 2001, donde la SEC da noticia de 23 casos de fraude y señala sus causas más comunes: falsas proyecciones financieras de determinadas empresas, falsas memorias financieras, informes falsos de supuestos “expertos”, etc.

⁽⁹⁾ En mayo de 1929, con anterioridad a la caída de la Bolsa norteamericana, John J. LEVENSON contrató los servicios de un periodista (Raleigh T. Curtis) para alterar los precios de las acciones de determinadas empresas. En concreto, el periodista, utilizando una columna financiera con el nombre de “The Trader in the New York Daily News”, y bajo la apariencia de informales y desinteresadas discusiones sobre la bolsa, Curtis invitaba a sus lectores a inclinarse por las cuestiones en las que Levenson estaba interesado (S.Rep. n.º 73.rd, Cong., 2.nd Sess., 1934, WL 1292 (Leg.Hist.).

⁽¹⁰⁾ Si se atiende a los datos facilitados, Internet ha incrementado enormemente esta volatilidad. En concreto ONTIVEROS recuerda que “la *desviación típica anualizada de las tasas de variación diarias de las cotizaciones (volatilidad histórica) en la zona euro fue del 15% entre 1990 y 1998, se incrementó hasta un 17% en 1999 y llegó en 2000, a situarse en el 22%*”. ONTIVEROS, E., *La economía en la red*, Taurus, Madrid, 2001, p. 138.

Una de las medidas más importantes adoptada a escala comunitaria para luchar contra este fenómeno se encuentra en la Directiva 2003/6/CE, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado ⁽¹¹⁾). La Directiva citada tiene una enorme trascendencia en el ámbito que se analiza no sólo porque aborda las prácticas defraudatorias desde una perspectiva amplia sino porque habilita a los Estados miembros para actuar contra sujetos y profesiones inicialmente situados fuera del ámbito financiero, como los periodistas.

El presupuesto de la Directiva es la constatación de que la *“evolución técnica y financiera supone mayores incentivos, medios y oportunidades para el abuso del mercado a través de los nuevos productos, las nuevas tecnologías, actividades transfronterizas cada vez más frecuentes, e Internet”*. Con este problema sobre la mesa la Comisión dirige su actuación a través de dos líneas diferenciadas: primera, la ampliación del concepto “manipulación del mercado” y segunda, la extensión de los sujetos pasivos.

La primera de las líneas de acción es proporcionar una nueva concepción del término “abuso del mercado”, de forma que puedan tener cabida las actuaciones que se realicen a través de la Red ⁽¹²⁾, a la vez que permita recoger cualquier operación de nueva creación que tenga por objetivo alterar el funcionamiento del mercado de forma ilegal. De esta forma la definición contenida

(11) DO 12-4-2003.

(12) Para determinar cuándo nos encontramos ante una “manipulación del mercado” en el sentido de la Directiva, el CESR (*The Committee of European Securities Regulators*) elaboró un listado de “señales” que permiten detectar la existencia de estas actuaciones ilícitas, y que se encuentra recogido en el documento “CESR’s advice on possible Level 2 Implementing Measures for the proposed market abuse Directive”, julio, 2002 (difundido en www.cnmv.es, acceso 17 de septiembre de 2002). Este documento es fruto del grupo de Expertos sobre abuso del mercado presidido por Pr. Stavros THOMADAKIS, presidente de la Comisión del mercado de capitales griega, que pretende facilitar la aplicación de la Directiva. En el catálogo se contienen tanto “señales de alerta” (“diagnostic flags”), tales como: *“rápidos y significativos cambios en los precios de determinados instrumentos financieros o del volumen de contratación, concentración de transacciones en un pequeño número de intermediarios, concentración de transacciones en un número pequeño de clientes, constante introducción y cancelación de órdenes antes de su ejecución”*; como factores que indican la existencia de señales engañosas o simplemente falsas. Entre los factores reseñados destacan los relativos a la difusión de información falsa a través de los medios de comunicación que incluyen entre otros: *“la difusión de información falsa o errónea por los emisores u otros participantes, precedida y/o seguida de transacciones realizadas por las mismas personas o cercanas a estas; informes financieros que son erróneos o claramente influenciados por intereses materiales, como por ejemplo, en casos en los que la compensación del analista depende de los negocios del banco de inversión, o cuando los informes están precedidos de transacciones realizadas por la misma persona o personas cercanas, etc.”*.

en el artículo 1 de la Directiva se encuentra redactada en términos muy amplios:

“Manipulación del mercado:

(...)

c) Difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido Internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiese debido saber que la información era falsa o engañosa. Con respecto a los periodistas que actúen a título profesional, dicha divulgación de información se evaluará sin perjuicio del artículo 11, teniendo en cuenta las normas que rigen su profesión, a menos que dichas personas obtengan directa o indirectamente una ventaja o beneficio de la mencionada difusión de información”.

A tenor de lo dispuesto en esta propuesta de Directiva las *webs*, foros de opinión en la Red, chats, etc., en la medida que sean utilizados para realizar alguna de las conductas descritas, estarán perseguidas por las autoridades nacionales, en nuestro caso, por la CNMV⁽¹³⁾.

La segunda de las líneas de actuación de la Directiva está estrechamente relacionada con la anterior y se dirige a ampliar los sujetos pasivos de la norma. De esta forma, el artículo 5 prescribe “*los Estados miembros prohibirán a*

(13) La amplitud de los términos en los que se halla redactada la Directiva no concuerda con la posición de aquellos que consideran erróneo todo tipo de control administrativo sobre las opiniones volcadas en la Red, precisamente porque con ello se atenta con la libertad de expresión que este medio de comunicación facilita. En la medida que la futura regulación sujetará a sus disposiciones tanto las opiniones volcadas por personas particulares como por los profesionales de la información sin distinguir entre ambas categorías, se estaría fiscalizando las opiniones libremente volcadas en la Red. Esta es la posición mantenida entre otros por BOIX PALOP, A., “Libertad de expresión y pluralismo en la Red”, *Revista Española de Derecho Constitucional*, n.º 65, 2002, pp. 133 y ss., en concreto p. 153, donde señala: “*La falsedad de una opinión es en ocasiones difícil, cuando no imposible de probar, pero incluso en este caso el error de quienes la defienden no es considerado causa que justifique su proscripción. Porque, en primer lugar, no puede olvidarse que tanto la mayoría como quienes aparentan un mejor y más profundo conocimiento de una cuestión cualquiera pueden errar (opiniones que en la actualidad se tienen por ciertas no hace mucho no eran siquiera consideradas), pero, y sobre todo, porque se asume que la mera propagación de ideas u opiniones, por erradas que estén, no provoca daños o peligros a la sociedad, y que en cualquier caso éstos son siempre menores que los de su eventual proscripción*”.

cualquier persona física o jurídica efectuar prácticas de manipulación del mercado". Este principio objetivo es coherente con lo dispuesto en nuestro ordenamiento dado que la Ley 24/1988, de 26 de julio, del Mercado de Valores, engloba dentro de los sujetos obligados tanto a aquellos que profesionalmente se dedican a las actividades de este sector: intermediación, gestión de carteras, etc, como aquellos a que esporádicamente acudan a él, como por ejemplo los emisores de valores (artículo 84.2 de la LMV ⁽¹⁴⁾). Entre los colectivos más conflictivos que pueden verse afectados por esta nueva normativa se encuentran los periodistas.

La sujeción de los profesionales de la información ⁽¹⁵⁾ a los mandatos de la normativa del mercado de valores es una cuestión espinosa dado que en realidad éstos no acuden al mercado comprando o vendiendo productos financieros, por más que su actuación incida directamente en aquél. La Directiva no impone una regulación nacional sobre ellos, aunque es innegable que la actuación de estos profesionales puede tener una enorme influencia en los precios, especialmente porque la mayor parte de los inversores, es decir, los inexpertos, no realizan investigaciones propias sobre las empresas sobre las que invierten sino que por el contrario se guían por cuestiones como el prestigio de la empresa o la información recibida de la prensa especializada. Si esta última información no responde a la realidad sino a motivos ilícitos la consecuencia es una repercusión directa en los precios del mercado.

¿Cuáles son las medidas que los Estados podrían adoptar contra estos profesionales? La norma nada dice sobre este particular dejándolo a la discrecionalidad de cada Estado miembro. En principio, podría pensarse en la traslación de figuras ya existentes en otros ámbitos como los códigos de conducta ⁽¹⁶⁾

(14) El artículo 84.2 de la LMV sujeta a la supervisión y sanción de la CNMV no sólo a los que poseen con ella una relación permanente como las empresas de servicios de inversión sino en igual medida a aquellos que realicen actividades relacionadas con el mercado de valores como los emisores de valores, las entidades de crédito y *"demás personas físicas o jurídicas, en cuanto que puedan verse afectadas por las normas de esta Ley y sus disposiciones de desarrollo"*.

(15) Parecidos problemas suscitan, por ejemplo, los analistas de valores que realizan gratuitamente sus recomendaciones a través de Internet. Sobre la posible responsabilidad extracontractual de estos analistas *on line* puede consultarse BERCOVITZ ÁLVAREZ, R., "La responsabilidad de los analistas de inversiones", *RDBB*, n.º 86, 2002, pp. 7 y ss., en concreto pp. 30 y ss.

(16) El artículo 18 de la Ley 34/2002, de 11 de julio, de Servicios de la Sociedad de la Información y de Comercio electrónico (LSSI), prevé el impulso público a los códigos de conducta de asociaciones, organizaciones empresariales etc., como medio que facilite el cumplimiento de lo dispuesto en dicha ley.

o los reglamentos internos de conducta⁽¹⁷⁾ a estos profesionales. La autorregulación de los profesionales supervisada en este caso por el Estado permitiría la autodisciplina y la consecución de los intereses públicos. Sin embargo, no parece que nuestro país tenga intención de introducir salvaguardas de este tipo, dado que la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, sólo los sujeta a la legislación del mercado de valores en la medida que obtengan una ventaja de la difusión falsa, dejando sobre la mesa las medidas concretas que pueden adoptarse para evitar la realización de estas conductas (artículo 39).

Más allá del silencio de la legislación nacional, a escala internacional se han realizado distintas propuestas, un ejemplo lo constituye el *Forum of European Securities Commissions* (FESCO), organismo que reúne a todos los reguladores europeos del mercado de valores, que ha elaborado un catálogo de posibles medidas para lograr la integridad del mercado, dedicando un apartado concreto a los periodistas con independencia del medio de comunicación a través del cual lleven a cabo su labor (periodismo escrito, radio, televisión, webs financieras, etc.). Este Informe, denominado "*Measures to promote market integrity. A follow-up paper to FESCO's first paper on market abuse*", de 1 de agosto de 2001⁽¹⁸⁾, contiene medidas como las siguientes:

- Obligación de divulgar los conflictos de intereses.
- Prohibición de publicar material de una empresa en la que se tenga un interés especial sin publicar esta circunstancia juntamente con el artículo.
- Establecimiento de sanciones adecuadas por las asociaciones de estos profesionales.
- La adopción de códigos de autorregulación en los que se establezcan mecanismos para responder a las dudas que puedan plantearse, aprobar conductas y adoptar las medidas adecuadas en caso de infracción. Igualmente estos códigos deberán contener restricciones para que las personas que se dediquen a la elaboración de estas informaciones no realicen operaciones en el mercado haciendo uso de la información que poseen con ocasión del ejercicio de su profesión.

(17) Los reglamentos internos de conducta suponen un catálogo de normas de actuación y sistemas de operación que cada empresa de servicios de inversión elabora atendiendo a las prescripciones legales y reglamentarias, de forma que a pesar de ser en muchas ocasiones normas de naturaleza deontológica son elaboradas por las empresas y supervisadas por éstas con independencia de la supervisión pública a cargo de la CNMV (artículo 78 y ss. de la LMV).

(18) Informe facilitado por la CNMV a través de su página oficial, www.cnmv.es, acceso 30 de agosto de 2001.

Puede comprobarse que las medidas previstas por este organismo internacional parten del respeto a la libertad en el desarrollo de esta actividad informativa, una solución razonable dado que tras ella se encuentra un derecho fundamental protegido en todas las constituciones europeas, la libertad de información, y que en nuestro ordenamiento tiene reconocimiento expreso en el artículo 20 de la CE⁽¹⁹⁾. Las medidas propuestas desde instancias internacionales suponen reforzar el papel de la autorregulación de los profesionales, alejándose de medidas más intervencionistas; sin embargo es conveniente recordar que en otros medios de comunicación ha sido tradicional el establecimiento por el legislador de una serie de principios que inciden en el contenido que alojan los mismos, como los recogidos en la Ley 25/1994, de 12 de julio, sobre el ejercicio de actividades de radiodifusión televisiva, por lo que nada impediría que en un futuro el legislador estableciera unos principios sobre la actividad periodística relativa al mercado de valores con independencia de que ésta se realizase a través de los medios de comunicación tradicionales o Internet.

III. EL ETERNO PROBLEMA DE LA TERRITORIALIDAD

La aparición de Internet en el mercado de valores supone la imposibilidad de aplicar el principio tradicional de territorialidad a las actividades de este mercado en orden a su supervisión y represión, puesto que las actividades pueden estar produciéndose en un Estado distinto de aquél en el que el inversor se encuentra. La norma comunitaria presentaba inicialmente⁽²⁰⁾ una medida que, aunque parcial, respondía en parte a este riesgo, la posibilidad de que cada Estado miembro aplicara las prohibiciones y requisitos de la norma por lo menos a las actuaciones que tuvieran lugar en su territorio, siempre y cuando los instrumentos financieros afectados estuvieran admitidos o fueran a estarlo en un Estado miembro (artículo 10 de la Propuesta de Directiva sobre manipulación del mercado). La cuestión estaba en determinar qué debía entenderse por actividades realizadas en su territorio; si la actuación se realiza a través de radio

(19) En concreto el artículo 20 de la CE establece: "1. Se reconocen y protegen los derechos:

- a) *A expresar y difundir libremente los pensamientos, ideas y opiniones mediante la palabra, el escrito o cualquier otro medio de reproducción.*
- b) *A la producción y creación literaria, artística, científica y técnica.*
- c) *A la libertad de cátedra.*
- d) *A comunicar o recibir libremente información veraz por cualquier medio de difusión.*

La ley regulará el derecho a la cláusula de conciencia y al secreto profesional en el ejercicio de estas libertades.

2. El ejercicio de estos derechos no puede restringirse mediante ningún tipo de censura previa".

(20) COM (2001) 218 final.

o prensa escrita la sujeción a la jurisdicción de un determinado Estado miembro es, dentro de lo que cabe, sencilla, pero en las operaciones desarrolladas por Internet las dificultades aumentan exponencialmente.

En principio, cabían dos interpretaciones de este precepto: restrictiva o amplia. Desde una perspectiva restrictiva, por “actuación desarrollada en el territorio” se aludiría tanto a la elaboración de la información falsa como al almacenamiento de esa *web* en un servidor que se encuentre establecido en el Estado miembro, solución coherente con lo dispuesto en otras regulaciones sobre Internet ⁽²¹⁾.

Por tanto, si el servidor a través del cual se difundía la información falsa o los rumores ⁽²²⁾ infundados sobre operaciones relativas a instrumentos negociados o de futura negociación de otro Estado miembro estaba establecido en ese Estado, podían aplicarse las sanciones administrativas o penales previstas en su legislación. La limitación de las soluciones podía comprobarse fácilmente, dado que si el servidor se alojaba en un Estado no miembro, o las informaciones falsas se referían a instrumentos que no se negociaban en el ámbito comunitario, el Estado no podrá hacer nada más que comunicar estas circunstancias al Estado en cuestión ⁽²³⁾.

Por el contrario, una interpretación amplia de este precepto, permitía al Estado miembro actuar contra aquél que realizaba las operaciones de manipulación del mercado, como difundir informaciones engañosas, con independencia de que su residencia se encontrase en otro Estado miembro. En la medida en que desde ese Estado pudiera accederse a la información, podía entenderse que las actuaciones se realizaban en su territorio. Esta interpretación, que daba enormes poderes a los Estados miembros ⁽²⁴⁾, planteaba sin embargo, problemas de aplicación difíciles de resolver.

La deficiente redacción de este artículo 10 ha dado lugar a su modificación en el texto definitivo de la Directiva. De esta forma, la Directiva 2003/6/CE distingue ahora entre:

⁽²¹⁾ La LSSI sujeta a los prestadores de servicios de la sociedad de información establecidos en España, entendiéndose por tal a aquél que tenga su residencia en territorio español o tenga un establecimiento permanente situado en nuestro país (artículo 2).

⁽²²⁾ Por rumor hay que entender, según el Diccionario de la Lengua de la Real Academia la “*voz que corre entre el público*”, y por tanto se trata de un concepto distinto de información que es la “*comunicación o adquisición de conocimientos que permiten ampliar o precisar los que se poseen sobre una materia determinada*”.

⁽²³⁾ A pesar de que la LSSI parte del presupuesto de la residencia para sujetar a los prestadores de servicios de la sociedad de información a sus postulados, lo cierto es que la Ley prevé una medida cautelar contra los prestadores de servicios de otro Estado miembro.

⁽²⁴⁾ El problema de la territorialidad ha sido brillantemente tratado por MUÑOZ MACHADO, S., *La regulación de la Red. Poder y Derecho en Internet*, Taurus, Madrid, 2000.

a) *Instrumentos financieros admitidos a negociación o sobre los que se ha cursado solicitud de admisión a negociación en un mercado nacional.* En estos supuestos se faculta al Estado para aplicar la Directiva a actuaciones realizadas dentro o fuera de su territorio. En definitiva, a actuar incluso contra prestadores de servicios no nacionales si se encuentra en peligro la integridad de su mercado. Se trata, por tanto, de un supuesto de aplicación extraterritorial de la norma comunitaria;

b) *Instrumentos financieros admitidos a negociación en un Estado miembro.* Sólo cabe la aplicación de la Directiva a las actuaciones realizadas en su territorio. Es decir, el Estado está facultado para actuar exclusivamente contra el prestador del servicio nacional que almacena la *web* o el responsable de la elaboración de las informaciones falsas.

Consciente de los limitados poderes de control de los distintos Estados, la propuesta de Directiva refuerza la cooperación en orden a la investigación de todas estas conductas, de forma que cuando la autoridad de un Estado conozca de la realización de estas actividades en el territorio de un Estado miembro lo pondrá en su conocimiento de la manera más detallada posible, debiendo el receptor comunicarle el resultado de sus investigaciones (artículo 16). La cooperación es la opción más respetuosa con la soberanía de los distintos Estados, aunque no necesariamente a efectos de lograr un mayor grado de protección de los inversores.

IV. LA AMPLIACIÓN DE LAS FACULTADES DE LA CNMV CONTRA LAS ACTUACIONES DE MANIPULACIÓN TRAS LA APROBACIÓN DE LA LEY DE SERVICIOS DE LA SOCIEDAD DE LA INFORMACIÓN Y DE COMERCIO ELECTRÓNICO Y LA RECIENTE LEY FINANCIERA

En el ámbito comunitario, los esfuerzos para lograr que Internet no se convierta en una puerta abierta a maniobras defraudatorias que pongan en peligro la integridad del mercado se han traducido en una reciente Directiva. A pesar de que la norma europea seguía en fase de aprobación, el legislador español decidió anticiparse a su entrada vigor y recogió varios de sus postulados en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (Ley Financiera). Sin embargo, la virtualidad de lo establecido en esta Ley requiere de las medidas establecidas en la Ley 34/2002, de 11 de julio, de Servicios de la Sociedad de la Información y de Comercio Electrónico⁽²⁵⁾ (LSSI),

(25) La LSSI traspone al ordenamiento jurídico español la Directiva 2000/31/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2000. La incidencia de esta Directiva en el mercado financiero ha sido analizada entre otros por DESANTES REAL, M., "La Directiva sobre Comercio Electrónico. Mercado Interior y servicios financieros de la sociedad de la información", en *Derecho de Internet. Contratación Electrónica y Firma digital*, Aranzadi, Pamplona, 2000, p. 323 y ss.

cuyas prescripciones completan el régimen jurídico. La íntima relación entre ambas normas exige su examen conjunto.

Comenzando por el concepto de “manipulación del mercado”, la actual Ley Financiera lo recoge expresamente en un nuevo artículo 83 ter⁽²⁶⁾ de la LMV:

“Toda persona o entidad que actúe o se relacione en el mercado de valores debe abstenerse de la preparación o la realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios. Como tales se entenderán las siguientes:

1. (...)

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

2. No obstante, no se considerarán incluidas en el apartado anterior las operaciones u órdenes a que se refiere el artículo 81.3 y en general las efectuadas de conformidad con la normativa aplicable.

3. Se faculta al Ministerio de Economía y, con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para desarrollar, respecto a la prohibición establecida en este artículo, una relación y descripción no exhaustiva de las prácticas concretas contrarias a la libre formación de los precios”.

Varias son las conclusiones que pueden extraerse de este artículo. En primer lugar, el precepto extiende la sujeción a la normativa del mercado de valores no sólo a los que actúen en él sino de igual manera a aquellos que “se relacionen” en el mercado de valores. Este término es bastante más amplio que el de “actuación”, puesto que no es necesario operar de forma permanente en

(26) La redacción contenida en el Proyecto remitido por el Congreso al Senado era bastante más escueta: “Toda persona o entidad que actúe o se relacione en el mercado de valores debe abstenerse de la preparación o la realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios. Como tales se entenderán cualesquiera transacciones, operaciones o actuaciones, **incluyendo la difusión de información a través de cualquier medio o sistema**, que supongan, o previsiblemente puedan llegar a suponer, señales falsas o engañosas o un efecto artificial o anormal sobre la oferta, la demanda, el volumen o el precio de los valores negociables o los instrumentos financieros” [BOCG, 24 de junio de 2002, n.º 86 (a)].

este sector económico ni acudir a él para realizar operaciones, sino que basta con tener alguna relación con este mercado. Es por ello lógico entender que la futura regulación se aplicará a aquellos que poseen webs financieras desde donde se facilita información “experta” sobre empresas u operaciones concretas de este mercado. Esta impresión se refuerza con la lectura del párrafo siguiente que define la conducta tipificada como la “*Difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido Internet, o través de cualquier otro medio*”, dando cabida por tanto a la difusión de información falsa a través de estas webs o en general a través de la Red. Quizás el legislador podría haber sido más preciso y haber establecido qué entendía por “relación” con el mercado de valores y evitar interpretaciones más restrictivas, o al menos haber establecido una serie de ejemplos ilustrativos en este sentido. En cualquier caso, lo que es indiscutible atendiendo al tenor literal del artículo 83 ter es que todos aquellos periodistas que se dedican al análisis del mercado a través de Internet quedan a partir de la entrada en vigor de la Ley sujetos a sus obligaciones, al margen de las sanciones penales que son indiscutiblemente trasladables a estas conductas (artículo 284 del CP⁽²⁷⁾). Curiosamente la referencia expresa a los periodistas contenida en la actualidad no se encontraba en el Proyecto aprobado inicialmente por el Congreso, siendo introducida a través de una enmienda en el Senado. La cláusula era en realidad innecesaria teniendo en cuenta la amplitud de los términos en los que se hallaba inicialmente redactado el artículo, por lo que la única justificación posible a su incorporación definitiva es impedir interpretaciones restrictivas del precepto. La Ley 44/2002 ha dejado en cualquier caso por resolver la cuestión más interesante relativa a estos profesionales, la extensión de los instrumentos de prevención de conductas ilícitas por parte de los participantes del mercado, principalmente los reglamentos internos de conducta.

En segundo lugar, este precepto puede ser objeto de desarrollo reglamentario a cargo de la CNMV que determinará, en su caso, qué actividades quedarían incluidas dentro de este precepto (a semejanza del catálogo recogido inicialmente en la propuesta de Directiva⁽²⁸⁾).

(27) El artículo 284 CP castiga con penas de prisión de seis meses a dos años la maquinación para alterar el precio de las cosas.

(28) En la Sección B del Anexo de la Propuesta de Directiva sobre operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) se recogía el siguiente catálogo de conductas susceptibles de manipular el mercado, entre otras: “*Compra de un instrumento financiero por cuenta propia, antes de recomendarlo a otros, vendiéndolo posteriormente con beneficio por la subida del precio de mercado tras la recomendación («especulación»); divulgación de rumores falsos para inducir la compra o venta por otras personas; hacer declaraciones falsas de hechos importantes; no revelación de hechos o de intereses importantes*”.

Por último, la LMV tipificada como infracción muy grave la realización de estas actividades defraudatorias, infracción que se castiga con multas, amonestaciones públicas, revocación de la autorización (en caso de tratarse de empresas de servicios de inversión), etc. (artículo 102 de la LMV). Dada la peculiaridad del sujeto que incumple la obligación contenida en el artículo 83 ter, que puede no ser un miembro del mercado o un intermediario, la única sanción admisible será la imposición de multas. ¿Pero a quién se impone la multa, a quien materialmente elabora la información o al suministrador del sitio de Internet que permite la transmisión de la información? La Ley no establece criterio alguno en este sentido; sin embargo, atendiendo a lo establecido con carácter general en la LSSI, es preciso entender que la sanción prevista en la Ley Financiera se aplicará a aquél que elabora la información, no al prestador de servicios de la sociedad de información que facilita la transmisión de esos datos falsos. El problema se encuentra en que, dado los amplios términos en que se encuentra definido “prestador de servicios” en la LSSI, es posible la aplicación de esta última norma igualmente al que elabora la información si es el encargado de su difusión. En concreto el Anexo, apartado a), de la LSSI incluye en el término “prestadores de servicios de la sociedad de la información”, *“los servicios de la sociedad de la información, entre otros y siempre que representen una actividad económica, los siguientes: (...) 5.º El suministro de información por vía telemática”*. De tal forma que el prestador de servicios que se limita a almacenar la *web* sólo sería responsable en los términos de la LSSI, siendo en cambio más dudosa la situación del que elabora la página y, por tanto, es el autor de la información falsa.

De conformidad con estos criterios la legislación del mercado de valores se aplicará a aquellos que elaboren la información falsa o engañosa que pretenda manipular el mercado, o realicen las operaciones ficticias, no sobre el que facilita su difusión a través de Internet con las matizaciones antes realizadas. Sobre el prestador de servicios por el contrario habría que distinguir dos situaciones: el que se limita a almacenar la información y el que elabora los contenidos de la *web*. En el primero de los casos sólo cabrían las sanciones previstas en la LSSI, en el segundo supuesto es posible pensar en una doble sanción: la establecida en la LMV por elaborar la información y la correspondiente de la LSSI. Dada la especialidad de la materia “mercado de valores”, en el supuesto de que a la condición de autor de contenidos se una la de autor de la *web* serán de aplicación exclusivamente las sanciones de la LMV, evitándose así que sobre el prestador del servicio recaiga una sanción doble (la del artículo 102 de la LMV y las del artículo 45 de la LSSI) por los mismos hechos. Esta posibilidad no sólo sería desproporcionada sino claramente contraria al artículo 25 de la CE⁽²⁹⁾.

(29) Según el Tribunal Constitucional no cabe hablar de doble sanción penal y administrativa cuando no existe identidad de sujetos, hechos y fundamentos (SSTC 2/1981, 159/1985, 6/1986, 221/1997, 177/1999 y ATC 355/1991).

Para la imputación de responsabilidad al servidor⁽³⁰⁾, la LSSI establece una serie de condicionantes. En principio, el encargado de transmitir la información no es responsable de los contenidos ilícitos si no tiene conocimiento “efectivo” de que la información que almacena es ilícita o si, sabiéndolo, actúa con diligencia para retirar los datos⁽³¹⁾. El problema estriba en delimitar qué se entiende por “conocimiento efectivo”, ¿es suficiente para considerar responsable al prestador del servicio el mero conocimiento indirecto? Según PEQUERA POCH cuya opinión se comparte, bastaría con un conocimiento indirecto como la noticia de “*la retirada o el bloqueo al acceso de los contenidos de la web original*”⁽³²⁾, o de las correspondientes sentencias judiciales o resoluciones que declaren la ilicitud⁽³³⁾. La interpretación realizada por el Ministerio de Ciencia y Tecnología en relación a este término es menos exigente, al entender por conocimiento efectivo: a) Conocimiento de una resolución dictada por una autoridad judicial o administrativa competente que declare la ilicitud del contenido y ordene su retirada o que se imposibilite el acceso al mismo. El conocimiento requerido puede adquirirse por la notificación formal de la resolución dictada y por otros medios (comunicación de ésta por una parte interesada...), siempre que pueda probarse la existencia de dicho conocimiento; b) Recepción de una notificación enviada de conformidad con un procedimiento de detección y retirada de contenidos que el prestador de servicios haya suscrito;

(30) PEQUERA POCH, M., “El sistema d’exempcions de responsabilitat dels proveïdors de serveis d’Internet”, *Revista Jurídica de Catalunya*, n.º 3, 2002, pp. 63 y ss.

(31) El establecimiento de estas cláusulas de exoneración pone fin a las críticas de las empresas del sector que consideraban inadmisibles esta responsabilidad por “almacenamiento”. La imputación de responsabilidad al prestador del servicio por los contenidos de sus sitios *web* ya fue objeto de alguna sentencia como la dictada por la Cour d’Appel de París, de 10 de febrero de 1999, donde se responsabilizó a un sitio *web* por albergar y difundir por la Red fotografías privadas de un modelo francesa al no haber tomado las precauciones necesarias frente a los contenidos “colgados” en dicho sitio por terceros. VARGAS GÓMEZ-URRUTIA, M., “Comercio internacional electrónico y conflicto de leyes y de jurisdicciones en el ciberespacio”, *Derecho de los negocios*, abril, 2000, p. 1 y ss.

(32) PEQUERA POCH, M., “El sistema d’exempcions...”, *op. cit.*, p. 79.

(33) Los términos en que se halla redactada la LSSI siguen generando recelo entre los operadores de la Red al considerar que ésta los convierte en los “vigilantes de la Red”. MARTÍN BUENO, A., “«Ley de Internet». Presencias y ausencias en la discutida LSSI”, *Juris*, n.º 64, septiembre de 2002, p. 29. Es cierto, sin embargo, que algún autor aislado ha postulado la necesidad de imponer a los prestadores de servicios de la sociedad de la información una obligación de supervisión; tal es el caso de VALLEPUGA GONZÁLEZ, P., “Responsabilidad de los prestadores de Servicios de la Sociedad de la información”, *Revista Electrónica de Derecho Informático*, n.º 30, enero, 2001 (accesible desde www.vlex.com) que, descartando inicialmente la responsabilidad de los prestadores de servicios de la sociedad de información, apuesta por la implantación de un deber de supervisión.

c) Otros que pudieran establecerse por norma jurídica o acuerdo entre las partes⁽³⁴⁾.

La sanción contra el prestador del servicio sólo sería posible de esta forma si éste, aun conociendo que la información que difunde persigue la alteración ficticia de los precios o, en general, incidir en el funcionamiento normal del mercado, no lo comunica a la Administración ni adopta medidas para impedir el mantenimiento de la conducta (artículo 13). No se trata de una responsabilidad objetiva sino basada en la falta de la diligencia debida, por ello para eximir al prestador del servicio éste debe demostrar que la retirada de la información o la actividad tendente a impedir su acceso se produjo desde el mismo momento del conocimiento de su ilicitud, en caso contrario no le serán de aplicación las cláusulas de exoneración establecidas en la Ley. Se le exige tanto una conducta positiva como una actuación inmediata.

1. Las órdenes administrativas de retirada de la información falsa o engañosa

Ante la difusión de información falsa que tenga como objetivo alterar el mercado de manera ficticia, la CNMV puede responder con la imposición de multas a aquellos que la elaboraron (artículo 102 de la LMV), ¿pero cómo impedir la continuación de la conducta ilícita? La reforma de la LMV contenida en la Ley 44/2002 no contiene referencias concretas a las características que la “manipulación del mercado” presenta cuando se realiza a través de Internet, lo cual no implica que no puedan ser aplicables algunas de las medidas que con carácter general prevé la LMV. Junto a medidas más generales, el análisis conjunto de la LMV y la LSSI permite atribuir facultades adicionales a la CNMV para actuar en caso de manipulaciones del mercado de valores realizadas a través de la Red. Una de las más interesantes es sin lugar a dudas la posibilidad de ordenar, en supuestos muy concretos⁽³⁵⁾, la retirada temporal de los datos ilícitos contra los prestadores de servicios nacionales (entre los que se incluye a los suministradores de acceso a Internet, los que permiten el almacenamiento de las páginas *web* y los que elaboran las páginas) que facilitan la realización de estas actuaciones. La singularidad de esta medida se encuentra en que la retira-

(34) Esta interpretación ha sido realizada por el Ministerio a través de la página web (www.lssi.es, acceso, 26 de noviembre de 2002) que éste ha abierto para resolver las numerosas dudas que la LSSI ha presentado a sus destinatarios.

(35) Tal como y como se analizará a continuación, los supuestos en los que la Administración puede por sí misma dictar esta orden de retirada son muy escasos, dado que en la mayoría de las ocasiones tendrá que solicitar la autorización judicial ante la posible vulneración del derecho a la libertad de expresión y la libertad de información del artículo 20 de la CE.

da de datos puede dirigirse tanto contra prestadores nacionales como no nacionales (comunitarios o no comunitarios).

A) La necesidad de obtener la correspondiente autorización judicial.
Supuestos

En atención a lo dispuesto en los artículos 8 y 11 de la LSSI la CNMV podrá dictar órdenes de cese de actividades ilícitas u ordenar la retirada de información falsa divulgada en la Red. Esta afirmación inicial debe ser inmediatamente matizada dado que en ocasiones la posible vulneración de determinados derechos fundamentales obliga a obtener una autorización judicial previa.

En general, las manipulaciones del mercado a través de informaciones falsas pueden realizarse a través de los siguientes medios: *chats* o foros de opinión en la Red, informaciones contenidas en periódicos económicos *on line*, informes falsos emitidos por analistas financieros en las *webs* de los intermediarios, etc.

a) *Rumores e informaciones falsas emitidas en foros de opinión, correos electrónicos y chats*

En los supuestos en los que la información falsa se difunde en el marco de un foro de opinión, es cuestionable que sea la propia CNMV la que pueda ordenar directamente la retirada de dicha información. En la medida en que puede estar afectándose a la libertad de expresión consagrada como derecho fundamental en el artículo 20.1.a) de la CE, la CNMV habrá de solicitar su emisión a los órganos judiciales sin poder dictarla directamente. Esta es la conclusión que se desprende de la lectura del apartado 1 *in fine* del artículo 8, donde se recuerda: “*en todos los casos en los que la Constitución, las normas reguladoras de los respectivos derechos y libertades o las que resulten aplicables a las diferentes materias atribuyan competencia a los órganos jurisdiccionales para intervenir en el ejercicio de actividades o derechos, sólo la autoridad judicial competente podrá adoptar las medidas previstas en este artículo*”. A pesar de esta salvedad es cierto que la intención del legislador refrendada por el Dictamen del Consejo de Estado⁽³⁶⁾ era otorgar esta facultad

⁽³⁶⁾ En concreto el Dictamen del Consejo de Estado de 17 de enero de 2002, afirma: “A juicio del Consejo de Estado, varias razones aconsejan atribuir expresamente a la Administración dentro de los límites establecidos en la Constitución y en las Leyes la potestad mencionada, que tendría por objeto la interrupción de la prestación del servicio o la retirada de contenidos

a ciertas Administraciones Públicas, siempre que la medida fuera necesaria para la protección de los intereses públicos tutelados por éstas; sin embargo la necesidad de respetar determinados derechos fundamentales obliga a exigir una autorización judicial expresa en supuestos concretos⁽³⁷⁾. De forma que frente a aquellos rumores, noticias falsas, etc., difundidos a través de correos electrónicos, foros de opinión o cualquier otro vehículo semejante con el único objetivo de manipular artificialmente el mercado de valores, la CNMV no tendrá más alternativa que acudir a los Tribunales. Dada la posición central que posee el derecho a la libertad de expresión en una sociedad democrática⁽³⁸⁾, cualquier limitación a la misma debe ser proporcionada y en todo caso, ponderada por los jueces y tribunales. La posible colisión entre el bien jurídico protegido por el artículo 20.1.a) de la CE y otros bienes jurídicos dignos de protección, como los intereses de los consumidores o la integridad de los mercados nacionales, debe ser analizada por los Tribunales, no pudiendo dejarse en manos de la Administración Pública. En las únicas ocasiones en que la Ley ha permitido en materia de derechos fundamentales obviar esta intervención judicial previa ha sido en supuestos de excepcional gravedad, donde por ejemplo se encontraba en juego la vida misma del titular del derecho. Así en los supuestos de confrontación entre el derecho a la vida y la libertad

contrarios al ordenamiento, cuando ello sea imprescindible para garantizar el respeto de los principios enumerados en el artículo 8.1 del Anteproyecto o bien resulte de lo dispuesto con carácter general en otras normas (siempre que, en este último caso, resulte aplicable la Ley española con arreglo a los artículos 2 y 4 del Anteproyecto). En primer lugar, resulta necesario preservar de forma eficaz los principios establecidos en el artículo 8.1 con independencia de la tramitación de un procedimiento sancionador (que en determinados supuestos puede no resultar procedente, por ejemplo por la imposibilidad de identificar al responsable), y por tanto en supuestos en los que no resultará aplicable el artículo 42 del Anteproyecto. En segundo lugar, en ocasiones la genérica atribución a la Administración de potestades de interrupción o cesación de actividades privadas en otras normas del ordenamiento ajenas al ámbito de Internet podría suscitar dudas interpretativas en cuanto a su modo de ejercicio en relación con los servicios de la sociedad de la información y a su articulación con lo dispuesto en los artículos 8 y 11 del Anteproyecto (...)".

(37) El informe del Consejo General del Poder Judicial sobre la Ley lo recordaba expresamente: "...el Anteproyecto no modifica en absoluto el régimen jurídico preexistente en nuestro ordenamiento en materia de los indicados derechos fundamentales, afirmación que, aun cuando pudiera parecer ociosa (...) resulta procedente a la vista de los derechos que pudieran resultar afectados por tales restricciones", difundido en www.elmundo.es, 5 de febrero de 2002.

(38) Así lo ha reiterado de forma constante el Tribunal Constitucional, como en el supuesto de la STC 121/1989, donde estableció: "Este Tribunal ha afirmado reiteradamente que las libertades del artículo 20 de la Constitución no son sólo derechos fundamentales de la persona, sino también significan el reconocimiento y garantía de la opinión pública libre, que es una institución ligada de manera imprescindible al pluralismo político, valor esencial del Estado democrático, estando estas libertades dotadas por ello de una eficacia que trasciende a la común y propia de los demás derechos fundamentales" (FJ 2.º).

religiosa, la Ley General de Sanidad, en su artículo 10.6, permite a los médicos realizar la intervención que estimen necesaria para salvar la vida del enfermo “y ello sin necesidad, incluso, de acudir a la Administración de Justicia, toda vez que acudir a ésta, en supuestos de urgencia inminente, podría provocar siquiera un mínimo retraso para la práctica de dicha intervención, y con ello un posible retraso lesivo para el enfermo” y ello “porque el derecho a la libertad religiosa (...) tiene como límite la salud de las personas, siendo reiteradas las resoluciones del Tribunal Supremo que reconocen el valor indisponible de la vida humana, resolviendo a favor del derecho a la vida —15 de la CE— el conflicto suscitado en estos supuestos en los que entra en colisión con el derecho a la libertad religiosa, destacando la preeminencia absoluta del derecho a la vida, por el ser centro y principio de todos los demás (STS 27 de marzo de 1990)” (Auto de la Audiencia Provincial de Huelva, de 6 de marzo de 1995, Ar. 1149). En el resto de supuestos en los que se afecten alguno de los derechos fundamentales de la Sección 1.ª del Capítulo II del Título I de la Constitución, incluidos los relativos a intervenciones destinadas a salvar la vida del sujeto, será precisa dicha autorización judicial⁽³⁹⁾.

En conclusión, la confrontación que en el mercado de valores puede producirse entre la libertad de expresión y la necesidad pública de proteger la integridad del mercado de valores sólo podrá resolverse a través de la correspondiente autorización judicial al igual que ocurre con otros derechos fundamentales, tales como el derecho a la inviolabilidad del domicilio.

b) *Informaciones falsas contenidas en periódicos financieros on line*

Cuando las informaciones falsas volcadas en la Red y destinadas a alterar de forma ilícita las cotizaciones se contienen en los numerosos periódicos que operan *on line*, la orden de retirada de dicha información sólo puede partir del órgano judicial, dado que tras esta actividad se encuentra el derecho a la libertad de información del artículo 20.1.d) de la CE. Este derecho que se basa en “la

⁽³⁹⁾ Tal fue el caso de la alimentación forzosa a los presos de la organización terrorista GRAPO donde el Tribunal Constitucional afirmó “la asistencia médica obligatoria autorizada por la resolución judicial objeto del recurso de amparo no vulnera ninguno de los derechos fundamentales invocados por los demandantes, en sí misma, ni en la forma y alcance con que ha sido autorizada, constituyendo tal sólo una limitación del derecho a la integridad física y moral garantizada por el artículo 15 de la Constitución, y unida ineludiblemente a ella una restricción a la libertad física que vienen justificadas en la necesidad de preservar el bien de la vida humana, constitucionalmente protegido y que se realiza mediante un ponderado juicio de proporcionalidad, en cuanto que entraña el mínimo sacrificio del derecho que exige la situación en que se hallan aquellos respecto de los cuales se autoriza” (ATC 120/1990, de 30 de julio).

comunicación informativa de hechos veraces y noticiables”, posee, al igual que la libertad de expresión con el que se encuentra inevitablemente unido ⁽⁴⁰⁾, una posición predominante en nuestro ordenamiento ⁽⁴¹⁾, lo que exige “una rigurosa ponderación de cualquier norma o decisión que coarte su ejercicio” (STC 159/1986, de 16 de diciembre ⁽⁴²⁾). Esta especial situación en el cuadro de derechos fundamentales explica que el propio artículo 20.4 de la CE sujete el secuestro de publicaciones y de otros medios de comunicación a resolución judicial. Teniendo en cuenta todos estos elementos es indudable que, al igual que en el caso anterior, será preciso que la CNMV solicite autorización judicial en las manipulaciones del mercado de valores realizadas a través de periódicos *on line*.

c) *Las informaciones falsas emitidas dolosamente por los analistas financieros a través de las webs de los intermediarios financieros*

Las empresas de servicios de inversión (ESIs) que permiten operar desde Internet, suelen contener informes de analistas financieros sobre los valores que

⁽⁴⁰⁾ A pesar de que el TC ha insistido en la distinción entre libertad de expresión y libertad de información, en ocasiones la diferencia no es clara dado que la comunicación de hechos o noticias siempre lleva algún elemento valorativo; en tal sentido se ha pronunciado entre otras la STC 6/1988, de 21 de enero (FJ 5.º).

⁽⁴¹⁾ Esta es una idea reiterada en la jurisprudencia del Tribunal Europeo de Derechos Humanos (recogida entre otras, en las sentencias de 26 de noviembre de 1991, 21 de enero de 1999 y de 14 de marzo de 2002) precisamente por el papel que este derecho juega en la formación de la opinión pública. Así por ejemplo en la STEDH de 14 de marzo de 2002 recuerda: “*la prensa juega un papel esencial en una sociedad democrática. Aunque no debe de flanquear ciertos límites, en particular el respeto a la reputación y a los derechos de terceros, su tarea es sin embargo —de manera consecuente con sus responsabilidades y obligaciones— comunicar informaciones e ideas sobre temas de interés general. No solamente tiene la tarea de comunicar dicha información e ideas: el público tiene también el derecho a recibirla. Si no fuera así, la prensa no podría jugar su papel indispensable de «perro guardián»*”.

⁽⁴²⁾ El fundamento jurídico 6.º de esta sentencia es especialmente expresivo: “*el artículo 20 de la Norma fundamental, además de consagrar el derecho a la libertad de expresión y a comunicar o recibir libremente información veraz, garantiza un interés constitucional: la formación y existencia de una opinión pública libre, garantía que reviste una especial trascendencia ya que, al ser una condición previa y necesaria para el ejercicio de otros derechos inherentes al funcionamiento de un sistema democrático, se convierte, a su vez, en uno de los pilares de una sociedad libre y democrática. Para que el ciudadano pueda formar libremente sus opiniones y participar de modo responsable en los asuntos públicos, ha de ser también informado ampliamente de modo que pueda ponderar opiniones diversas e incluso contrapuestas. En este sentido se ha manifestado este Tribunal desde su STC 6/1981, de 16 de marzo, hasta la más reciente 104/1986, de 17 de julio, al poner reiteradamente de manifiesto que el derecho a la información no sólo protege un interés individual, sino que entraña «el reconocimiento y la garantía de una institución política fundamental, que es la opinión pública, indisolublemente ligada con el pluralismo político»*”.

cotizan en bolsa que, llegado el caso, pueden incluso llegar a recomendar determinadas operaciones⁽⁴³⁾. Si la información facilitada por el analista no sólo es falsa, sino que ha sido emitida dolosamente por éste⁽⁴⁴⁾, ¿es posible que la Administración ordene directamente su retirada o es necesaria la intervención judicial por estar protegida por el derecho a la información?

Es preciso recordar además que los informes falsos de este tipo de profesionales son los instrumentos más idóneos para manipular ilegalmente el mercado de valores⁽⁴⁵⁾ porque, tal como ha reconocido Raúl BERCOVITZ, “*la enorme divulgación de sus análisis financieros en un medio tan potente como Internet producía (añadiríamos que sigue produciendo) un efecto «bola de nieve» sobre los inversores y, cuando sus informes eran optimistas, se producía una especie de psicosis colectiva para comprar acciones de las sociedades recomendadas*”⁽⁴⁶⁾.

(43) Según FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO una recomendación es algo más que proporcionar información. En concreto, en ella pueden encontrarse dos tipos de informaciones: “*información referida a una determinada oportunidad de inversión (o desinversión) e información relativa al inversor individual*”, en *Las normas de conducta en el derecho del mercado de valores*, Instituto de Estudios Económicos, Madrid, 2000, pp. 229-230.

(44) La difusión falsa realizada dolosamente puede esconder una maniobra de *scalping*, que es “*una adquisición y sucesiva reventa de títulos con un margen de beneficio por parte de un sujeto que, por la posición en la que se encuentra —por ejemplo ser un periodista financiero— puede recomendar a otro la adquisición de títulos e influir en su curso. El manipulador agita el mercado para provocar la espuma necesaria que le permita vender en la cresta de la ola. En suma, consiste en vender ocultamente mientras se recomienda la compra*”, ALEMANY EGUIDAZU, *La manipulación de los mercados de valores*, Dijusa, Madrid, 2002, p. 222.

(45) Su especial posición en el mercado de valores ha dado lugar a que en la nueva redacción del artículo 83.2 de la LMV los incluya ahora de forma expresa y les obligue entre otras cosas a poner de manifiesto sus conflictos de intereses (“Además, todas las entidades y grupos de entidades que realicen, publiquen o difundan informes o recomendaciones sobre sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros cotizados *deberán comportarse de forma leal e imparcial*, dejando constancia en lugar destacado de sus informes, publicaciones o recomendaciones de las vinculaciones relevantes, incluidas las relaciones comerciales, y de la participación estable que la entidad o el grupo mantenga o vaya a mantener con la empresa objeto de análisis, así como que el documento no constituye una oferta de venta o suscripción de valores”).

(46) BERCOVITZ ÁLVAREZ, R., “La responsabilidad de...”, op. cit., pp. 9 y ss., donde cita como ejemplos de este fenómeno la recomendación que en 1993 realizó Mary MEEKER, analista de Morgan Standley para comprar acciones de AOL que valían en ese momento a dos dólares y que posteriormente multiplicaron ese valor. La participación de determinados analistas en sonados escándalos ha dado lugar a que tanto en el mercado norteamericano como en el europeo se estén adoptando una serie de reformas legislativas tendentes a garantizar la independencia de estos profesionales. En Estados Unidos esta preocupación se ha traducido entre otras

Para poder entender si esta información facilitada por el analista de valores a través de una ESI está o no amparada por la libertad de información del artículo 20.1.d) de la CE, es interesante recordar la evolución de la jurisprudencia del Tribunal Europeo de Derechos Humanos y la de nuestro Tribunal Constitucional en relación a la publicidad. Inicialmente nuestro TC consideraba excluida la publicidad del ámbito de protección del artículo 20 de la CE, basándose en el ánimo de lucro de la información publicitaria, lo que la enfrentaba con la visión tradicional de la libertad de información como un instrumento imprescindible para la formación de la opinión pública⁽⁴⁷⁾. La protección de la publicidad, como toda actividad económica, encontraba su engrace constitucional en la libertad de empresa del artículo 38 de la CE que como sabemos impone menores exigencias al legislador para la ordenación de su ejercicio (Providencia de 17 de abril de 1989). Tras la importante STEDH de 24 de febrero de 1994 (Casado Coca contra España) la publicidad se encuentra amparada por el artículo 10 del Convenio Europeo de Derechos Humanos y, por ende, por nuestro artículo 20 de la CE al reconocerse que ésta posee información útil para los consumidores (las características de unos servicios concretos). La protección de los mensajes publicitarios a través del artículo 10 del Convenio no ha llevado en todo caso al TEDH a olvidar las diferencias existentes entre el mensaje comercial y el meramente político, de forma que: *“Si bien la libertad de expresión ampara el mensaje publicitario, de la jurisprudencia de los órganos de Estrasburgo se deriva la existencia de una jerarquía ocupando una posición superior los mensajes relativos a cuestiones de interés general, que disfrutan del máximo de protección dispensada por este derecho, mientras que la publicidad comercial no disfrutaría de ese status”*⁽⁴⁸⁾.

medidas en la Sarbanes-Oxley Act de 23 de enero de 2002, que dedica todo el Título V a imponer reglas que eviten los conflictos de intereses en que pueden encontrarse los analistas. En el ámbito comunitario la Comisión Europea presentó el 19 de noviembre de 2002 una propuesta de Directiva [COM (2002), yyy, final], que modificará la Directiva 85/611/EEC y la Directiva 2000/12/EC en orden entre otras cuestiones, a fortalecer las garantías de las empresas de servicios de inversión frente a los conflictos de intereses.

(47) Esta finalidad lucrativa aparece en la definición dada por la Ley 34/1988, de 15 de noviembre, General de Publicidad, que la caracteriza como: *“Toda forma de comunicación realizada por una persona física o jurídica, pública o privada, en el ejercicio de una actividad comercial, artesanal o profesional, con el fin de promover de forma directa o indirecta la contratación de muebles o inmuebles, servicios, derechos y obligaciones”* (artículo 2).

(48) CÁATALA I BAS, A.H., “Libertad de expresión e información. La jurisprudencia del TEDH y su recepción por el Tribunal Constitucional. Hacia un derecho europeo de los derechos humanos”, *Revista General de Derecho*, Valencia, 2001, p. 178.

El problema se encuentra en las diferencias entre publicidad, que implica un mensaje con finalidad lucrativa, y recomendación realizada por un analista de valores a través de una empresa de servicios de inversión⁽⁴⁹⁾. En las recomendaciones realizadas por los analistas el mensaje contiene una información técnica claramente verificable y un juicio de valor realizado por el profesional. Ambos elementos la distinguen de la publicidad cuyos datos sobre los productos o servicios que se ofertan están “viciados” por la finalidad perseguida con su emisión. Por el contrario, la “recomendación” es neutral con relación al objeto de dicha información, de forma que en principio estaría plenamente amparada por el artículo 20 de la CE, al ser una información de interés general. Obviamente, en atención a otros bienes jurídicos dignos de protección, la realización de estas actividades informativas por las ESIs está sujeta a una importante intervención administrativa tendente a proteger la integridad de los mercados nacionales. La cuestión principal está en determinar si la intervención administrativa en estas empresas llega hasta tal punto de permitir que la retirada de la información falsa pueda ser realizada directamente por la CNMV sin necesidad de acudir a la autoridad judicial, que inicialmente y en virtud del artículo 20.4 de la CE, es la que ha de ponderar los intereses públicos presentes en este tipo de situaciones. Dado que una recomendación conlleva datos verificables [artículo 20.1.d) de la CE)], y juicios de valor o previsiones de hechos futuros [opiniones amparadas por el artículo 20.1.a) de la CE)], parece difícil poder argumentar la omisión de la intervención judicial. Esto no quiere decir que no sean necesarias unas prescripciones públicas en el modo en que esta información se elabora por los analistas de valores, pero en principio esta necesidad de intervención no llega al punto de justificar una limitación tan importante a un derecho fundamental como la retirada de las recomendaciones falsas por la Administración.

A favor del otorgamiento de la acción directa de cese a la CNMV podría argumentarse la necesidad de que la Administración goce de instrumentos que

(49) Las ESIs son entidades sujetas en nuestro ordenamiento a autorización administrativa para operar, lo que las somete a un régimen jurídico predeterminado y a la estrecha supervisión de la CNMV. La correcta actuación de estos profesionales pretende lograrse, además de con esta autorización, imponiendo normas de conducta de obligado cumplimiento entre las que se encuentran deberes diversos de información a sus clientes, contenidos, entre otros, en el artículo 5.3 del Código General de Conducta (aprobado por RD 629/1993, de 3 de mayo, y de obligado cumplimiento para todas las empresas de servicios de inversión), que establece: “3. *La información a la clientela debe ser clara, correcta, precisa y suficiente y entregada a tiempo, para evitar su incorrecta interpretación y haciendo hincapié en los riesgos que cada operación conlleva, muy especialmente en los productos financieros de alto riesgo, de forma que el cliente conozca con precisión los efectos de la operación que contrata. Cualquier previsión o predicción debe estar razonablemente justificada y acompañada de las explicaciones necesarias para evitar malentendidos*”.

le permitan hacer frente de forma rápida y eficaz a actividades manipuladoras provocadas por estos profesionales, pero la presencia de un interés público indiscutible y las razones de necesidad no pueden llevar a justificar una acción de este tipo al incidir en un derecho fundamental considerado por nuestro Tribunal Constitucional como un derecho central en una sociedad democrática.

d) *Informaciones falsas vertidas en campañas publicitarias*

Otro medio idóneo para manipular el mercado a través de la difusión de información falsa o engañosa son las campañas publicitarias⁽⁵⁰⁾. Tal como se analizó, el mensaje publicitario se encuentra amparado por el artículo 20.1.d) de la CE, pero posee un nivel de protección reducido que lo asemeja al otorgado por el artículo 38 de la CE⁽⁵¹⁾, de forma que la salvaguarda otorgada por el artículo 20 de la CE a la publicidad se traduce en “un juicio de proporcionalidad de las medidas legislativas que restringen la publicidad⁽⁵²⁾”.

La distinta calidad de la información facilitada por la publicidad de la aportada por otros medios de expresión ha sido apreciada por nuestro legislador, que no ha tenido reparos en someter incluso a autorización administrativa previa la emisión de publicidad de las entidades de crédito, lo que puede parecer excesivo desde el punto de vista del artículo 20.2 de la CE, pero que se justifica por la necesidad de proteger los intereses económicos de los consumidores. La intervención administrativa en los mensajes publicitarios de estas empresas no se limita a este momento inicial, sino que el Capítulo III de la Orden Ministerial de 12 de diciembre de 1989, y la Norma Novena.4 de la Circular 8/1990, permiten al Banco de España requerir el cese de aquella publi-

(50) Tal como ha señalado ALEMANY EGUIDAZU este tipo de actuaciones podría consistir en una “*estrategia comercial destinada a desprestigiar un producto con el objeto de hacer bajar su cotización en el mercado*”. *La manipulación de...*, op. cit., p. 446; a la que habría que unir las campañas publicitarias de emisores de valores que contengan información falsa o engañosa.

(51) Por más que se mantenga que la publicidad es una manifestación de la libertad de información (entre otros DÍEZ-PICAZO, L.M., “Publicidad televisiva y derechos fundamentales”, en *Derecho Europeo del Audiovisual*, Muñoz Machado (ed.), Escuela libre editorial, Madrid, 1997, pp. 650-666; GARCÍA GUERRERO, J.L., “La publicidad como vertiente de la libertad de expresión en el ordenamiento constitucional español”, *REDC*, n.º 50, 1997, pp. 77-101; DE LA CUESTA RUTE, J.M.^a, “Las responsabilidades de las Administraciones Públicas por las alegaciones publicitarias de contenido financiero”, *RDBB*, n.º 18, 1985, pp. 263-286), no se discute la necesidad de que el ejercicio de tal derecho pueda ser limitado en atención a otros bienes jurídicos constitucionalmente protegidos como la salud, el derecho al honor, etc.

(52) DÍEZ-PICAZO, L.M., “Publicidad televisiva...”, op. cit., p. 662.

cidad no autorizada o que habiéndolo sido no cumpla con los requisitos de la autorización.

En el mercado de valores el principio que rige la emisión de campañas publicitarias es el de libertad, aunque la Ley permite que excepcionalmente sea necesaria una autorización administrativa. A pesar de esta inicial libertad la CNMV está facultada para requerir directamente el cese de la publicidad ilícita relacionada con emisiones de valores sin necesidad de acudir a los Tribunales civiles (artículo 24 RD 291/1992, de 27 de marzo).

Considerando la distinta protección que obtiene la publicidad de otros medios de expresión y el reconocimiento expreso a favor de la CNMV de la facultad de requerir el cese de aquellos mensajes publicitarios relacionados con emisiones de valores que no se ajusten a la Ley, es perfectamente admisible la emisión por parte de la CNMV de la orden de retirada de la información falsa si se trata de publicidad sobre emisiones de valores contenida en Internet. Este es por tanto el único supuesto en que es posible pensar en una emisión directa por parte de la CNMV de la orden de retirada recogida en los artículos 8 y 11 de la LSSI.

Cuando la publicidad tendente a alterar las cotizaciones se produce en un contexto distinto del anterior no es posible la emisión directa de esta orden por parte de la Administración, debiendo en tal caso solicitarla a los órganos judiciales.

- B) Órgano competente para emitir las autorizaciones judiciales necesarias en los supuestos de confrontación con los derechos contenidos en el artículo 20 de la CE

Partiendo de la necesidad de obtener autorización judicial en algunas de las manifestaciones de la manipulación del mercado de valores a través de la Red, la cuestión siguiente será determinar la jurisdicción competente para conocer de ella. En principio, lo lógico es que fuera el juez contencioso-administrativo el competente para resolver la cuestión, al igual que ocurre con las autorizaciones domiciliarias, sin embargo la Ley no hace, sorprendentemente, ninguna referencia en tal sentido, de forma que en atención a los términos en que se encuentra redactado el artículo 91 de la LOPJ no parece posible en este momento extender a la jurisdicción contenciosa las previsiones de la LSSI. En esta situación no queda otro remedio que reconocer al juez de instrucción como el órgano competente para conocer de dichas solicitudes administrativas de retirada de información, especialmente cuando la conducta que se persigue por la CNMV puede ser constitutiva de delito (artículo 284 CP). Con independencia de que la situación actual obligue a reconocer la competencia al juez de instrucción, es necesario reivindicar esta competencia en favor de la jurisdicción con-

tenciosa, y para ello es interesante recordar que con anterioridad a la Ley reguladora de la jurisdicción contencioso-administrativa era cuestión debatida la necesidad de que fuera el juez de instrucción el competente para conocer de las autorizaciones domiciliarias necesarias para ejecutar actos administrativos, demanda que finalmente tuvo reflejo en la Ley 24/1998 (artículo 8.5) y en la consiguiente reforma de la LOPJ ⁽⁵³⁾. Con estos antecedentes recientes es aconsejable remediar la situación actual, mediante la oportuna reforma legislativa, y otorgar a los jueces de lo contencioso-administrativo el conocimiento de las solicitudes administrativas de retirada de información falsa.

C) Los prestadores de servicios no nacionales

En los supuestos de prestadores de servicios no nacionales, el artículo 8.1 permite a la CNMV o en su caso al juez (según se trate de analistas de valores, periodistas o personas físicas ajenas en principio a este mercado), la emisión de órdenes de retirada de información falsa contra los mismos al afirmar: *“En caso de que un determinado servicio de la sociedad de la información atente o pueda atentar contra los principios que se expresan a continuación, las autoridades competentes para su protección, en ejercicio de las funciones que tengan legalmente atribuidas, podrán adoptar las medidas necesarias para que se interrumpa su prestación o para retirar los datos que los vulneran”*. Entre los principios mencionados en este precepto se encuentra expresamente la protección del consumidor en su vertiente de inversor [artículo 8.1.b) de la LSSI].

El término “autoridad competente” no sólo permite dar cabida a los órganos judiciales y a las Administraciones públicas, sino que en el caso concreto que se estudia permite su utilización por la CNMV. Esta interpretación determina la “autoridad competente” en atención a la materia [artículo 35 de la LSSI], por tanto, si la información o actuación viene referida a actuaciones u operaciones consideradas manipulaciones del mercado según la normativa del mercado de valores, la autoridad competente será la CNMV con las matizaciones antes apuntadas.

La importancia de esta facultad se acentúa por el hecho de que la LSSI permite su ejercicio no sólo contra prestadores de servicios cuya residencia se encuentra en otro Estado miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo, sino de cualquier otro Estado, lo que supone una aplicación extraterritorial de la legislación española. En el caso de que el prestador se

(53) Entre otros autores puede citarse ESCUÍN PALOP, V., “Actuaciones judiciales protectoras de los derechos de los ciudadanos frente a las Administraciones Públicas”, *Poder Judicial*, n.º 24, 1991.

encuentre en un Estado miembro de la Unión Europea, se establece un procedimiento concreto para la emisión de dichas órdenes que en líneas generales consiste en un requerimiento previo y expreso al Estado en el que se encuentre el prestador de servicios para que adopte las medidas oportunas, y sólo en el caso de que éste no imponga las medidas sugeridas o éstas sean insuficientes, notificar a la Comisión Europea y al Estado miembro las medidas que pretenden adoptarse. En situaciones de urgencia, la CNMV puede incluso adoptar directamente las medidas, notificándolas posteriormente al Estado miembro en un plazo de quince días, justificando en todo caso los motivos de la urgencia ⁽⁵⁴⁾ (artículo 8.4 de la LSSI).

En caso de los prestadores no comunitarios, dada la más que probable resistencia de éstos a atender la orden de retirada de la información falsa o engañosa emanada del regulador o del juez español, la LSSI ha otorgado a la autoridad nacional un instrumento añadido para garantizar la virtualidad de la resolución administrativa o judicial. La Ley autoriza así a la CNMV o en su caso a los jueces (según el vehículo a través del cual se difunda la información falsa) a solicitar la colaboración de los prestadores de servicio españoles para que impidan el acceso desde nuestro país a dicha información ⁽⁵⁵⁾ (artículo 8.2 de la LSSI); por tanto en estos supuestos la virtualidad de la resolución dependerá de la colaboración de los prestadores de servicios nacionales que son los que en última instancia impiden la continuación de la actuación ilícita en España ⁽⁵⁶⁾.

⁽⁵⁴⁾ Por ejemplo si la página *web* desde donde se lanza la información engañosa sobre un valor admitido a cotización en un mercado regulado español se aloja en un servidor alemán, la CNMV: 1.º lo comunicará a la autoridad alemana, requiriendo la adopción de medidas concretas; 2.º Comunicará al Comité Mixto del Espacio Económico Europeo y al Estado alemán las medidas que pretende adoptar.

⁽⁵⁵⁾ La orden con la exigencia de colaboración de los prestadores de servicios nacionales puede ser emitida directamente por la "autoridad competente" (la CNMV o el juez según los casos) o bien ser solicitada al Ministerio de Ciencia y Tecnología, salvo en aquellos casos en los que la intervención del derecho exija intervención judicial. Este es el supuesto de los dominios de los sitios *web* de Batasuna, cuyo acceso está bloqueado por los proveedores de servicios de Internet españoles en cumplimiento de la Orden del Ministerio de Ciencia y Tecnología de 10 de octubre de 2002.

⁽⁵⁶⁾ En la interesante sentencia *Yahoo! Inc.*, resuelta por el Tribunal de Gran Instancia de París (20 de noviembre de 2000), se comprobaron las limitaciones de las órdenes contra prestadores no nacionales. En el supuesto resuelto por la sentencia, el tribunal obligó a *Yahoo! Inc.*, con sede en EE.UU., a impedir el acceso desde Francia a la página de su site a través de la cual se podían adquirir objetos nazis, cuya venta está prohibida por la legislación francesa, y ello a pesar de que los técnicos demostraron que el filtrado sólo alcanzaba al 90%, *BOIX PALOP, A.*, "Libertad de expresión...", op. cit., pp. 163-164.

Esta interesante solución a los problemas de los prestadores de servicios no nacionales, aunque insuficiente, representa un primer paso para superar los límites impuestos por las fronteras nacionales. El verdadero riesgo sigue sin embargo existiendo, y parte de las significativas diferencias aún existentes en las regulaciones sobre la protección del inversor, incluidas las presentes en los países comunitarios. En esta última área se están realizando importantes esfuerzos dirigidos a la aproximación de las legislaciones nacionales sobre las normas de conducta de los intermediarios (proceso que aún no ha concluido ⁽⁵⁷⁾); en cualquier caso queda por resolver aún el problema de los ordenamientos no comunitarios, para lo que sólo es posible acudir a la vía de los acuerdos internacionales ⁽⁵⁸⁾.

D) Sanciones previstas en caso de incumplimiento

El régimen contenido en la LSSI sobre esta medida se completa con la previsión de sanciones al prestador de servicios que desatienda el requerimiento de la “autoridad competente” en orden a la retirada de determinada información o a la interrupción de determinados servicios. Si la orden fue emitida por un órgano administrativo (léase la CNMV), el incumplimiento de esta obligación se considera infracción muy grave (artículo 38 de la LSSI) y se castiga con multas de 150.001 a 600.000 euros ⁽⁵⁹⁾. La Ley permite, además, la publicación de la resolución sancionadora en el BOE, en dos periódicos de difusión nacional o en la página de inicio de Internet del prestador, una vez firme en vía administrativa. La necesidad de que la sanción adquiera firmeza en vía adminis-

⁽⁵⁷⁾ Las propuestas sobre esta armonización se encuentran en el documento del CESR “A European Regimen of Investor Protection-The Harmonisation of Conduct of Business Rules”, abril de 2002 (accesible desde www.cnmv.es, acceso 4 de octubre de 2002).

⁽⁵⁸⁾ Tal como señala oportunamente MUÑOZ MACHADO (*Poder y Derecho...*, op. cit., p. 198) el hecho de que el Estado se haya visto desbordado no implica que no sean necesarias soluciones a escala estatal aunque completadas con “*los acuerdos internacionales y supraestatales de diferente tipo, capaces de proponer un derecho común luego incorporado de modo uniforme a los ordenamientos internos de los Estados contratantes que mantiene, en cuanto a su ejecución, plena autoridad*”. La vía de los acuerdos internacionales es la apuntada igualmente para la protección de datos en Internet, sobre este particular, UREÑA SALCEDO, J.A., “Internet y la protección de datos personales”, en *Internet y Derecho*, Monografías de la Revista Aragonesa de Administración Pública, n.º 4, 2001, pp. 121 y ss.

⁽⁵⁹⁾ La graduación de las sanciones se realizará atendiendo a: “*la existencia de intencionalidad, plazo de tiempo durante el que se haya venido cometiendo la infracción, la reincidencia por comisión de infracciones de la misma naturaleza, cuando así haya sido declarado por resolución firme, la naturaleza y cuantía de los perjuicios causados, los beneficios obtenidos por la infracción y el volumen de facturación que afecte a la infracción cometida*” (artículo 47 de la LSSI).

trativa antes de proceder a su publicación es una salvaguarda respetuosa con el principio de presunción de inocencia (artículo 24 de la CE). Los riesgos que tratan de evitarse justifican que la Administración no haya de esperar a que la sanción sea confirmada en vía judicial para que pueda ser ejecutada. En cualquier caso, y puesto que la sanción que se difunde públicamente (con independencia de que pueda ser revocada en vía judicial), puede producir daños de difícil reparación, parece adecuado que la ley exija que, al menos, aquélla sea firme en vía administrativa⁽⁶⁰⁾. Obvio es decir que la decisión de publicar la sanción debe ser debidamente sopesada por la Administración⁽⁶¹⁾, atendiendo a *“la repercusión social de la infracción cometida, al número de usuarios o de contratos afectados, y la gravedad del ilícito”*.

Queda por determinar, finalmente, el sujeto encargado de sancionar el incumplimiento del requerimiento establecido por el artículo 8.1 y 11 de la LSSI. El ejercicio de la potestad sancionadora prevista en la LSSI se encuentra dividida en atención a la gravedad de la infracción, de forma que las infracciones muy graves son competencia del Ministro de Ciencia y Tecnología y las graves y leves del Secretario de Estado de Telecomunicaciones y para la Sociedad de la Información. Sin embargo, en el caso del incumplimiento de los requerimientos del artículo 8.1 y 11, la competencia para imponer la sanción corresponde al órgano competente para dictar la resolución, en nuestro caso la CNMV (artículo 43 de la LSSI) a pesar de constituir una infracción muy grave (y siempre claro que se trate de una orden emitida por ella). Esto implica que la

(60) BAÑO LEÓN, J.M., “El servicio de defensa de la Competencia: funciones y procedimientos”, en la obra *La intervención administrativa en la economía*, CGPJ, Madrid, 1997, p. 240.

(61) La publicación de las sanciones es una técnica conocida en nuestro ordenamiento en materias diversas: el mercado de valores (artículo 98.5 y 102 de la LMV) o defensa de la competencia (artículo 46.5 de la Ley de Defensa de la Competencia), y supone partir del carácter intimidatorio y disuasorio de las sanciones administrativas. La función disuasoria de la publicación de las sanciones se ha destacado por la Comisión Europea en la Directiva de manipulación del mercado a la que se viene haciendo referencia donde se afirma: *“El conocimiento de las sanciones es un instrumento disuasorio muy potente. Por otra parte, en caso de que se realicen conductas ilícitas, conviene que el mercado conozca las sanciones a fin de garantizar un elevado nivel de protección de los inversores. Por tanto, las sanciones podrán ser comunicadas al público por las autoridades competentes, a menos que esto suponga posibles riesgos para los propios mercados financieros, o un perjuicio desproporcionado a las partes implicados (estos refugios son necesarios para evitar conductas ilícitas por parte de personas físicas, que llevan a una desconfianza hacia la entidad)”*.

Sobre la publicidad de las sanciones se han pronunciado determinados autores, a favor BAÑO LEÓN, J.M., “El servicio de defensa...”, op. cit., pp. 221 y ss. En contra, MARTÍN RETORTILLO, L., “Las sanciones administrativas con relación a la defensa de los consumidores con especial referencia a la publicidad de las mismas”, *RAP*, n.º 126, 1991, p. 184.

CNMV no sólo castiga las conductas recogidas en la LMV, sino igualmente las establecidas en la LSSI. De esta forma, si el prestador de servicios español (artículo 11 de la LSSI) o extranjero (artículo 8 de la LSSI) desatendiera la orden dictada por la CNMV de retirada de la información manifiestamente falsa, sería castigado por la comisión de una infracción muy grave de la LSSI ⁽⁶²⁾. Es preciso señalar que cuando la sanción se impone contra un prestador de servicios no nacional, la CNMV puede ordenar a los prestadores de servicios nacionales que impidan su acceso desde España por un período máximo de dos años, al tratarse de una infracción muy grave (artículo 39.3 de la LSSI). La lectura conjunta de todo lo expuesto conlleva que, ante una actuación irregular, la CNMV tenga en su poder tres instrumentos fundamentales: a) la sanción administrativa contra el autor material de la información falsa (artículo 102 de la LMV); b) la retirada temporal de la información mediante orden emitida directamente por ella en algunos casos, y en otros, (la mayoría) solicitada ante el juez de instrucción (artículo 8.1 y 11 de la LSSI); c) la prohibición de acceso durante 2 años como máximo.

2. Unas breves notas sobre los “chiringuitos financieros” *on line*

Cuando la actuación fraudulenta realizada a través de la Red no es otra que los denominados “chiringuitos financieros”, es decir, la actuación de intermediación sin autorización administrativa, la cuestión no planteaba problemas significativos con anterioridad a la aprobación de la Ley Financiera, dado que el antiguo artículo 64.7 de la LMV permitía a la CNMV adoptar entre otras medidas el “cierre del establecimiento” ante el descubrimiento de la existencia de empresas de servicios de inversión sin autorización para operar, previsión perfectamente aplicable a aquellos supuestos en los que la intermediación se realizaba “*on line*”. La situación ha variado tras la aprobación de la Ley 44/2002, dado que el nuevo artículo ha suprimido la posibilidad de cierre provisional de estos establecimientos ⁽⁶³⁾, otorgando en su lugar a la CNMV la posibilidad de

⁽⁶²⁾ Aplicando esta normativa al reciente caso de la manipulación de las cotizaciones de las acciones de Puleva Biotech SA por una persona física ajena a la empresa desde una *web* en España (nota de prensa de la CNMV de 10 de julio de 2002), la CNMV no sólo podría actuar contra el sujeto que manipuló las acciones, sino igualmente podría dirigirse al juez solicitando una orden dirigida contra el prestador del servicio español ordenándole la retirada de dicha información.

⁽⁶³⁾ Esta supresión carece de toda justificación y reduce las posibilidades de actuación de la Administración contra las empresas más peligrosas desde el punto de vista del inversor inexperto. Esta deficiente redacción no pasó por alto en la tramitación de la Ley ante el Senado al ser objeto de dos enmiendas presentadas por el Grupo Parlamentario Socialista (Enmienda n.º 174) y el Grupo Parlamentario Entesa Catalana de Progrés (Enmienda n.º 111) respectivamente (BOCG, Senado, Serie II, n.º 86, 17 de septiembre de 2002).

emitir requerimientos de cese contra este tipo de empresas ilegales, con posibilidad de imponer multas coercitivas en caso de que éstos sean desatendidos. En virtud de la nueva redacción del artículo 64.7 de la LMV ⁽⁶⁴⁾ la Administración está dotada de tres instrumentos fundamentales contra los “chiringuitos *on line*”: requerimientos de cese, multas coercitivas y las tradicionales advertencias al público. Estos instrumentos, aunque significativos, no son los únicos en poder de la CNMV, dado que al igual que en el caso de las informaciones falsas, la LSSI permite a la CNMV recurrir a las órdenes de cese de la actividad ilícita; el problema estará en determinar si dicha orden puede ser emitida directamente por la Administración o, por el contrario, habrá de solicitar su emisión al juez de instrucción.

Dado que en la actualidad la limitación a la libertad de empresa que implica una orden de cese de la actividad ilícita no está amparada por la Ley, ésta deberá de ser emitida por el juez de instrucción. Esta solución es absurda, porque precisamente son este tipo de empresas las que implican un mayor riesgo para los inversores. A pesar de ello la CNMV, vigilante último de este mercado, se ve abocada a solicitar la intervención judicial. El derecho a la libertad de empresa no es un derecho absoluto y puede ser limitado en atención a otros bienes jurídicos protegidos, como la defensa de los intereses consumidores o la integridad de los mercados; sin embargo esta limitación ha de realizarse por Ley, lo que no ocurre en la actualidad. Ante esta inexplicable omisión del legislador, la CNMV no podrá emitir por sí misma las correspondientes órdenes de cese, sin perjuicio, por supuesto, de la posibilidad de solicitarla al juez.

3. El cierre del sistema: la acción de cese ante la jurisdicción civil

Cuestión distinta es la acción de cesación prevista en los artículos 30 y ss. de la LSSI y cuyo objetivo es obtener una sentencia que condene al demandado a interrumpir la conducta contraria a la Ley. No se trata por tanto de obtener una

(64) En concreto la última redacción del artículo 64.7 es la siguiente: “7. *Las personas o entidades que incumplan lo previsto en los dos números anteriores serán sancionadas según lo previsto en el Título VIII de esta Ley. Si requeridas para que cesen inmediatamente en la utilización de las denominaciones o en la oferta o realización de actividades, continuaran utilizándolas o realizándolas serán sancionadas con multas coercitivas por importe de hasta trescientos mil euros, que podrán ser reiteradas con ocasión de posteriores requerimientos. Será competente para la formulación de los requerimientos y para la imposición de las multas a que se refiere el párrafo anterior la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que también podrá realizar advertencias públicas respecto a la existencia de esta conducta. Los requerimientos se formularán previa audiencia de la persona o entidad interesada y las multas se impondrán con arreglo al procedimiento previsto en la Ley. Lo dispuesto en este número se entiende sin perjuicio de las demás responsabilidades, incluso de orden penal, que pueden ser exigibles*”.

resolución administrativa, sino judicial cuyo objetivo puede ser el mismo que el de los requerimientos de los artículos 8 y 11 de la LSSI. Sin embargo, el ámbito objetivo es más reducido en el caso de la acción civil, dado que ésta sólo es posible en los supuestos en los que se atente contra los intereses de los consumidores ⁽⁶⁵⁾. En el caso concreto del mercado de valores, dado que lo que se protege son los intereses de los inversores, cabrían ambas posibilidades: el requerimiento de la CNMV y la acción civil de cese solicitada por las asociaciones de consumidores.

En el examen de esta acción civil ⁽⁶⁶⁾ es interesante destacar la legitimación de entidades de otros Estados miembros de la UE constituidas para la protección de los intereses colectivos o difusos de los consumidores, siempre que estén habilitadas ante la Comisión Europea, habilitación que se obtiene mediante su inclusión en la lista publicada con tal fin en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas [artículo 31.f)]. El otorgamiento de legitimación a órganos o entidades no nacionales supone una opción más respetuosa con la soberanía de los Estados que la medida cautelar de los artículos 8 y 11 de la LSSI que permite una acción directa contra el prestador de los servicios no nacional.

V. CONCLUSIÓN

La aparición de Internet en el mercado de valores ha facilitado enormemente el desarrollo de actuaciones defraudatorias “clásicas” de este mercado como la realización de operaciones de intermediación por operadores no autorizados o la difusión intencionada de información falsa o engañosa con la intención de alterar de manera artificial el mercado. Centrándonos en la manipulación del mercado de valores, la facilidad con la que es posible difundir falsas informaciones y la repercusión casi “mundial” de las mismas hacen de la Red un medio de comunicación de enorme potencial tanto desde el punto de vista positivo como negativo. A pesar de la dificultad que entraña para la Adminis-

⁽⁶⁵⁾ La resolución administrativa cabe en todos aquellos casos que atenten contra: el orden público, la investigación penal, la seguridad pública, la defensa nacional, la protección de los consumidores y usuarios, el respeto a la dignidad de la persona o la protección de la juventud y la infancia.

⁽⁶⁶⁾ La legitimación para interponer esta acción de cese es bastante amplia y se incluyen: Los titulares de un interés legítimo; los grupos de consumidores afectados en los términos de la Ley de Enjuiciamiento Civil; los grupos de consumidores y usuarios que reúnan los requisitos de la Ley de Consumidores y Usuarios; el Ministerio Fiscal; el Instituto Nacional del Consumo y los órganos correspondientes de las Comunidades Autónomas y las Administraciones Locales, y las entidades de otros Estados miembros de la Unión Europea constituidas para la protección de los intereses de los consumidores y usuarios (artículo 31 de la LSSI).

tración el control y sanción de estas actuaciones *on line*, se han realizado una serie de esfuerzos legislativos nacionales y comunitarios dirigidos a dotar a la CNMV, y en los supuestos extremos a los jueces, de los medios necesarios para ello.

Una pieza central en esta nueva legislación es la inclusión de los analistas de valores y los periodistas financieros entre los sujetos pasivos de la Ley del Mercado de Valores al ser considerados profesionales cuya peculiar posición en este mercado les convierte en instrumentos idóneos por manipular este mercado. Junto a la ampliación del ámbito subjetivo de la Ley del Mercado de Valores, la aprobación de la Ley de Servicios de la Sociedad de la Información y Comercio electrónico ha supuesto la creación de herramientas concretas para impedir la difusión de rumores o en general, informaciones falsas a través de Internet, entre las que destaca la orden de retirada. Una lectura inicial de la Ley parece otorgar esta importante facultad a la Administración, conclusión que desaparece al analizar las posibles manipulaciones del mercado de valores a través de la divulgación de información. Tal como se ha demostrado, en la casi totalidad de los supuestos la incidencia de dicha orden en los derechos fundamentales a la libertad de expresión y de información consagrados en el artículo 20 de la CE impiden a la CNMV la emisión directa de la orden de retirada, sin perjuicio de la posibilidad de acudir a los órganos judiciales correspondientes. En cualquier caso, con independencia de que sea la propia Administración o el órgano judicial el que finalmente emita la orden, lo relevante es que la Ley de Servicios de la Sociedad de la Información y Comercio electrónico permite en la actualidad un mayor control de las actuaciones defraudatorias realizadas a través de Internet, cuyos riesgos aumentan de forma paralela a la popularización de este medio de comunicación.

CRÓNICA

UN CAMBIO EN LA DEFINICIÓN DE “CAPITAL-RIESGO”: ARTÍCULO 19 PÁRRAFO PRIMERO DE LA LEY FINANCIERA(*)

MARTA GARCÍA MANDALONIZ

*Doctora en Derecho
Profesora Ayudante de Derecho Mercantil
Universidad Carlos III de Madrid*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. CAPITAL-RIESGO: PRECISIONES TERMINOLÓGICAS.
 - 1. **“Venture Capital”/“Private Equity”.**
 - 2. **“Capital-riesgo”/“Capital Inversión”.**
- III. CAPITAL-RIESGO: DEFINICIONES.
 - 1. **Definiciones doctrinales de “capital-riesgo”.**
 - A) Definiciones en la doctrina española.
 - B) Definiciones en la doctrina extranjera.
 - C) Rasgos comunes de las definiciones doctrinales.
 - 2. **Definiciones normativas de “capital-riesgo”.**
 - A) Definiciones normativas en el pasado.
 - a) *Definición según el Real Decreto-ley 1/1986.*
 - b) *Definición según el Real Decreto-ley 5/1992.*

RDBB núm. 90 / Abril-Junio 2003

- c) *Definición según el Real Decreto-ley 7/1996.*
- d) *Definición según la Ley 1/1999 antes de la reforma de la Ley Financiera.*

B) Definición normativa en el presente.

- a) *Definición según la Ley 1/1999 después de la reforma la Ley Financiera.*

IV. CAPITAL-RIESGO: DESINVERSIÓN, INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES.

- 1. Capital-Riesgo: Inversión y financiación en empresas.**
- 2. Capital-Riesgo: Desinversión en el Mercado de Valores.**
- 3. Capital-Riesgo: Inversión en el Mercado de Valores.**

A) Capital-Riesgo: Inversión en el Segundo Mercado.

B) Capital-Riesgo: Inversión en el Nuevo Mercado.

- 4. Capital-Riesgo: Financiación en el Mercado de Valores.**

V. CONSIDERACIONES FINALES.

I. INTRODUCCIÓN

Si bien los antecedentes más próximos del capital-riesgo en España datan de 1976 ⁽¹⁾ y su nacimiento de 1986 ⁽²⁾, no es sino hasta fechas recientes cuando resurge en nuestro panorama financiero. En una primera y ligera aproximación, puede decirse que el capital-riesgo concede recursos a empresas de talla pequeña o mediana en etapas iniciales, con grandes perspectivas de crecimiento y desarrollo de proyectos dinámicos, en muchas ocasiones basados en I+D. Son estas jóvenes empresas las que tienen mayores necesidades financieras y las que, de forma añadida, sufren más dificultades a la hora de encontrar una finan-

(1) El *Decreto-Ley 18/1976, de 8 de octubre, de ordenación económica y medidas económicas* (BOE núm. 244, 11 de octubre de 1976, pp. 2509-2512 [RCL 1976, 1929]) fue el promotor de las Sociedades de Desarrollo Industrial (SODI), como antecedentes de las Sociedades de Capital-Riesgo. Vid. infra nota a pie de página n.º 47.

(2) De 14 de marzo de 1986 es el *Real Decreto-Ley 1/1986, de medidas administrativas, financieras, fiscales y laborales* (BOE núm. 73, 26 de marzo de 1986, pp. 2122-2126 [RCL 1986, 1940]), en cuyos artículos 12 a 20 se instauró el primer régimen jurídico explícito acerca

ciación flexible y no excesivamente costosa ⁽³⁾. El alto riesgo ⁽⁴⁾ que asumen los inversionistas de capital-riesgo al financiar este tipo de operaciones se ve compensado —al menos, en el plano teórico ⁽⁵⁾— con una alta tasa de rentabilidad. Además de los inversionistas, se benefician las nuevas empresas al encontrar una bombona de oxígeno y no verse abocadas a depender de los préstamos y créditos bancarios.

Las positivas consecuencias que la financiación por capital-riesgo está introduciendo en el sector empresarial europeo han provocado la intensificación en la aprobación de programas y medidas de estímulo, directo e indirecto, de esta figura por parte de las instituciones de la UE ⁽⁶⁾ y de los Estados miembros. Una figura de contornos no fáciles de definir. Precisión en la definición —y antes en la terminología— de “capital-riesgo” es propósito esencial del estudio al que se da pie con estas breves líneas introductorias.

de las Sociedades y Fondos de Capital-Riesgo. A partir de este momento se produjo el auténtico desarrollo del capital-riesgo. Vid. MARTÍ PELLÓN, J., “La capitalización de PMES mediante capital riesgo: problemas existentes y propuestas para su consolidación en España”, *EL*, 294 (noviembre-diciembre 1993), p. 96.

(3) Vid. *European Business Angels Survey*, “Report on the potential for business angels investment and networks in Europe”. Bruselas, febrero 1998 (citado en la “comunicación de la Comisión”. “El capital de riesgo: clave de la creación de empleo en la Unión Europea”. Abril 1998 [SEC (1998) 552 final, 31 marzo 1998, pp. 8 y 10]).

(4) Partiendo de la base de que toda inversión conlleva riesgo, el riesgo de la inversión en capital-riesgo es superior al riesgo de la inversión media. Vid., ad ex., MADRID PARRA, A., “Aspectos jurídicos del capital-riesgo”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 67 (1999), p. 69. En igual dirección y con mayor profusión, vid. ABAD, A., “La experiencia del capital riesgo en la CAPV”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, extra (1993), p. 167.

(5) Para que un mercado de capital-riesgo funcione con corrección, ofreciendo las inversiones en empresas jóvenes de reducido tamaño las más altas tasas de revalorización y rentabilidad, tienen que darse las cuatro condiciones que relacionó MARTÍ PELLÓN, J. *El Capital Inversión en España, 1999 (Capital Riesgo y Capital Desarrollo)*. Madrid, 2000, pp. 19-21, 133: un amplio Mercado Interior, un Mercado de Valores que admita a pequeñas y jóvenes empresas innovadoras, una regulación jurídica flexible y una cultura empresarial enraizada en la sociedad.

(6) Los organismos comunitarios han concentrado sus esfuerzos para lograr un auténtico capital-riesgo pan-europeo que abra las puertas de la inversión y la financiación fuera de las fronteras nacionales. Una medida en esta dirección fue la puesta en marcha, en agosto de 1983, de la *European Venture Capital Association (EVCA)*, con cuarenta y tres miembros fundadores. *Ab initio*, con el respaldo de la Comisión y, *a posteriori*, como organización plurinacional independiente, la EVCA siempre ha estado dispuesta a promover la industria del capital-riesgo a escala europea. Para ello se ha convertido en lugar de información y de encuentro entre los

II. CAPITAL-RIESGO: PRECISIONES TERMINOLÓGICAS

El término español de “capital-riesgo” es traducción literal del “*capital-risque*” francés que, a su vez, intentó traducir —sin mucho rigor⁽⁷⁾— el vocablo “*venture capital*” del otro lado del Atlántico⁽⁸⁾.

operadores, al tiempo que ha propuesto guías de buenas prácticas (*best practices*) a nivel nacional y europeo, y ha puesto en contacto a los inversores de distintos países para que participen de manera sindicada en empresas de rápida expansión. La EVCA no fue, sin embargo, la primera iniciativa que emprendió la Comisión en este terreno. Desde 1980 hasta 1983 la DG XIII puso en funcionamiento el *European Venture Capital Pilot Scheme*, en torno al que se reunieron diversas Sociedades de Capital-Riesgo con el objeto de elaborar un estudio de evaluación de las dificultades de difusión de un mercado europeo e identificación del número de jóvenes empresas que, por utilizar innovación y tecnologías en sus actividades, se convertían en sus eventuales destinatarias. Las actuaciones prosiguieron. En el año 1985 se instituyó, en colaboración con la EVCA, el *Venture Consort Scheme* (VC), con subvenciones *ex-ante* y *ex-post* destinadas a operaciones multinacionales de capital-riesgo, y con colaboraciones en la formación de consorcios o sindicatos transfronterizos de inversores/financiadores de proyectos con alto contenido innovador de distintas empresas de pequeño tamaño de cualquier sector industrial o de servicios de varios Estados miembros. A estos programas o medidas comunitarias se unen otros que se caracterizan por realizar una labor de fomento indirecto del capital-riesgo. Es conocido que esta actividad financiera se orienta —aunque no se centra en exclusiva— hacia la financiación de empresas inmersas en procesos de innovación. El apoyo inmediato a la innovación y, en concreto, a la investigación y al desarrollo tecnológico es, por ende, un apoyo mediado al instrumento financiero objeto de estudio. Los programas de investigación y desarrollo tecnológico pueden haber operado —u operar— dentro de alguno de los Programas Marcos de IDT o haber actuado —o actuar— de manera paralela a los mismos. Destaquemos los casos de BRITE/EURAM (*Basic Research in Industrial Technologies for Europe/European Research on Advanced Materials*) y SPRINT (*Strategic Programme for Innovation and Technology Transfer*). A estos programas bien pueden sumarse otros. En primera instancia, *Value (Valorisation and Utilisation for Europe)* —fase I (1989-1992) o II (1992-1994)— de difusión, utilización, valorización y explotación de los resultados de la investigación científica y tecnológica en la UE. En segunda instancia, *Joint European Venture* (JEV), de aliento a la creación de empresas conjuntas transnacionales entre pequeñas empresas de la UE, con base en los principios de los proyectos *Joint Venture Phare* (JOP) y *European Community International Investment Partners* (ECIP). Asimismo, ESPRIT, que desde 1983 favorece el progreso de la I+D y las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) y, por ende, hace florecer el espíritu empresarial. También, INNOVATION, que en el apartado de la financiación de la innovación puso en marcha aquel proyecto piloto I-TEC, además de su sucesor I-TEC 2 y una ventanilla de capital-riesgo que gestiona el FEI. Por último, el más reciente *Partners for life*, de información económica y tecnológica a las empresas de dimensión reducida, y apoyo a su participación en proyectos europeos en campos como la biomedicina o la biotecnología.

(7) De “mala traducción” lo calificaron BATTINI, P, COPIN, G. y RAUGEL, P.-J. *Le guide pratique du capital-risque*. París, 1988, p. 16). Posteriormente, de igual modo, LACHMANN, J. *Le seed capital: une nouvelle forme de capital-risque*. París, 1992, p. 13.

(8) IGLESIAS PRADA, J.L. (“Aproximación al estudio de las Sociedades de Capital-Riesgo”, en ALONSO UREBA, A.; BONARDELL LENZANO, R.; GARCÍA VILLAVERDE, R. (Coord.), *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el Mercado Financiero*. Madrid, 1990, p. 73) indicó que “hubiera sido preferible elegir una denominación menos equívoca en lugar de ceder al atractivo de la expresión anglosajona «*venture capital*»”. Y. FLORNOY

1. “Venture Capital”/“Private Equity”

El *venture capital* es un subsector del *private equity*⁽⁹⁾ que, en sentido estricto, versa con exclusividad sobre las inversiones realizadas en empresas que, sin cotizar en el Mercado de Valores, se encuentran en las etapas más tempranas del negocio. No es en el *venture capital stricto sensu* sino en el *development capital*—dentro, asimismo, del *private equity*— donde se incluye la provisión de capitales a empresas maduras no cotizadas, con problemas de sucesión familiar (*management buy-out* [MBO]⁽¹⁰⁾ y *management buy-in* [MBI]⁽¹¹⁾) o necesidades de reestructuración corporativa (*turnaround*)⁽¹²⁾.

“La problemática del mercado de capital-riesgo en las Bolsas de la C.E.E.”, en, AA.VV., *La financiación capital-riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Madrid, 3 y 4 abril 1984. Madrid, 1984, p. 37, por su parte, tachó con rotundidad el término “capital-riesgo” de excesivo.

(9) En lo tocante a las diferencias entre el *venture capital* y el *private equity* son interesantes las puntualizaciones que realizó la *European Venture Capital Association* (EVCA) en: *Priorities for private equity. Realising Europe’s entrepreneurial potential*. Bruselas, abril 1998, p. 2; *EVCA guidelines*. Bruselas, mayo 1999, p. 12. En idéntico sentido, accédase a: <http://www.evca.com/venture.htm>; <http://www.nvca.com/def.html>.

(10) Una definición de “MBO” que podría resultar de provecho para la comprensión de su esencia es la siguiente: “*La compra de una empresa por un grupo reducido de sus gerentes, financiándose normalmente mediante pagos en metálico y pagos aplazados, combinados con créditos a los gerentes, con garantía personal de los mismos o de las propias acciones de dicha empresa*” [vid. GARCÍA FERNÁNDEZ, E., “Management buy-out”, *Dirección y Progreso*, 93 (mayo-junio 1987), p. 51]. Quizás resulte más esclarecedora esta otra: “*Operación consistente en la adquisición de una empresa, por su propio equipo directivo [...], utilizando como principal componente del precio el endeudamiento garantizado, ofrecido por la banca, y no garantizado, aportado por inversores financieros especializados*” (vid. MARTÍ PELLÓN, J., “La capitalización...”, cit., p. 110).

(11) Si la operación de adquisición apalancada se sustentase en un equipo directivo externo a la empresa estaríamos ante el MBI. Vid. MULLERAT, R., “Management and leveraged buy-out”. (Adquisición de sociedades por sus propios directivos). Aspectos jurídicos”, *RJC*, 2 (1991), p. 338; SARACHO, E., “Management buy-out: aspectos financieros”, *Dirección y Progreso*, 93 (mayo-junio 1987), p. 56. En el supuesto de que se utilizaran ambas modalidades (MBO y MBI) nos topáramos con el *buy-in management buy-out* (BIMBO). Menos extendido está el *leveraged employee buy-out* (LEBO) que es cuando la operación de compra la realizan los empleados.

(12) El *turnaround/rescue* ha sido entendido (vid. BESSIS, J., *Capital-risque et finance-ment des entreprises*. París, 1988, p. 148) como uno de los segmentos de actuación del mercado de *leveraged buy-out* (LBO): las empresas con dificultades. Se trata de inyectar liquidez a una compañía que precisa variar su rumbo u orientación e, incluso, modificar el equipo directivo para superar los conflictos que atraviesa. En pocas palabras, es la reestructuración o reorientación de la empresa participada.

2. “Capital-Riesgo”/“Capital Inversión”

En Europa los términos *venture capital* y *private equity* se han venido entendiendo durante años intercambiables. Conforme a la interpretación clásica europea, el *venture capital* o capital-riesgo acogería en su interior, incluso, al *buy-out* o *buy-in financing*. De un tiempo a esta parte, sin embargo, aquellas precisiones de los EE.UU. han calado hondo en la doctrina e inversores de Estados como España o Francia. Se habla ahora de “capital inversión”, “inversión en capital”, “recursos propios para empresas no cotizadas” o “inversión en capital de empresas no cotizadas”⁽¹³⁾, como traducción de “*private equity*”. Hay ocasiones en que ni siquiera se apela a la traducción y se mantiene “*private equity*” en su estado original⁽¹⁴⁾. En este capital inversión o *private equity* encajaría, por un lado, el capital-riesgo *stricto sensu* (*venture capital* o *capital-riesgo*) para las empresas nuevas y, por otro, el capital desarrollo (*development capital* o *capital-développement*) para las empresas maduras. En el capital inversión, mientras el capital desarrollo toma cuerpo, el capital-riesgo *stricto sensu* va desvaneciéndose.

Alabamos la decisión de escoger como denominación la de “capital inversión” porque con ella se pretende⁽¹⁵⁾ un aumento en el uso de esta modalidad financiera al ahuyentar las reticencias y frustraciones que la voz “riesgo” suscita, respectivamente, entre inversionistas y empresarios. No olvidemos que el Diccionario de la Real Academia de la Lengua Española entiende este vocablo como sinónimo de contingencia o proximidad de un daño. No obstante, a lo largo del presente trabajo se va a optar por “capital-ries-

(13) Estas expresiones, con mayor difusión cada día, fueron acuñadas, en particular, por MARTÍ PELLÓN, J. Vid., ad ex., sus siguientes trabajos: “Capital riesgo: una denominación equívoca”, *Boletín de Estudios Económicos*, 156 (diciembre 1995), vol. L, pp. 484-485; *El capital inversión en España 1996*. Madrid, 1997, 215 pp.; “Financiación con recursos propios. Capital Riesgo (*Venture Capital*)”, en, MÉNDEZ ÁLVAREZ, J. (Dir.), *PYMES: problemática global, financiera y fiscal*. Madrid, 21-25 julio 1997; *Capital riesgo y capital desarrollo*. Madrid, 1997, p. 7 s.e. (texto mecanografiado cedido por el autor); *Notas técnicas sobre capital riesgo*. Madrid, 2000, p. 9 s.e. (texto mecanografiado cedido por el autor). Por su parte, G. ARRANZ PUMAR [“Salida a Bolsa de una sociedad de capital riesgo”, *DN*, 87 (diciembre 1997), año 8, p. 68] apeló a la traducción literal de la expresión “*private equity*”, esto es, “capital privado”.

(14) En una conferencia titulada “Presente y futuro del capital inversión en España” (dentro del curso: *El capital riesgo —capital inversión: una oportunidad para la empresa española*. Madrid, 18-19 de julio de 2000), MARTÍ PELLÓN, J. comentó que era preferible utilizar la expresión anglosajona “*private equity*” que acudir a su traducción en idioma castellano: “capital inversión”.

(15) Vid. MARTÍ PELLÓN, J., *El capital inversión...*, cit., p. 23.

go”⁽¹⁶⁾. Mas entendido *lato sensu*, esto es, con capacidad para englobar la financiación de proyectos pilotados por sociedades no cotizadas en cualquiera de sus estadios (iniciales o maduros) de desarrollo. Aparece, de seguido, una cuestión: ¿cuál es la razón última de nuestro empeño en el *nomen* “capital-riesgo” cuando el de “capital inversión” es el utilizado en los círculos más interesados y comprometidos con la expansión de esta actividad? La respuesta no proviene de la añoranza de tiempos pasados, en los que ha sido la expresión más extendida —si bien, no la única⁽¹⁷⁾— en nuestro país. Nuestros argumentos se colocan en un plano legislativo. La vigente *Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus Sociedades Gestoras*⁽¹⁸⁾ (LECR) ha acuñado estas palabras⁽¹⁹⁾ (siempre con guión y las dos letras iniciales en mayúsculas) como *nomen iuris* en el título, Exposición de Motivos y articulado; a la par que la regulación comunitaria, donde “capital-riesgo” (usualmente, sin guión y con la preposición “de”) es la expresión empleada.

III. CAPITAL-RIESGO: DEFINICIONES

Cuando se pretende ofrecer una definición de una actividad como ésta con la que nos enfrentamos no podemos dejar de lado las palabras que componen su nombre⁽²⁰⁾. El capital-riesgo es, antes que nada, capital. Capital y no deuda, es

(16) “Capital riesgo”, “capital a riesgo” o “capital de riesgo” sirven igualmente en nuestra labor.

(17) En mayor o menor medida se ha hecho uso también de las siguientes denominaciones: “capital fomento”, “capital innovación”, “capital oportunidad”, “capital promoción”, “capital de futuro”, “capital empresario”, “capital aventura”, “capital aventurero”, “capital a riesgo y ventura” o “capital especulativo”. Léase este prolijo listado en: CENTRO PARA EL DESARROLLO TECNOLÓGICO E INDUSTRIAL, *Sociedades de Capital Riesgo*. Madrid, 1980, p. 3; GÓMEZ GRAS, J. M.^a, *Análisis del “Venture Capital” como fuente especial de financiación de las PYME*. Tesis Doctoral. Universidad de Alicante. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, septiembre 1985, p. 221.

(18) BOE núm. 5, 6 de enero de 1999, pp. 366-375 [RCL 1999, 214].

(19) El Grupo Parlamentario Mixto realizó tres enmiendas (n.ºs 17, 18 y 19) —sin acogida posterior— al Proyecto de LECR que proponían la sustitución de la locución “capital-riesgo” por la de “capital-inversión” (BOCG Congreso de los Diputados, de 29 de septiembre de 1998, n.º 121/000114, Serie A, núm. 115-7, p. 39).

(20) Una definición de “capital-riesgo” basada en el estricto significado de sus términos proporcionaría BAILEY, P.T. (“Investment philosophies of two US-STYLE Venture Capital management companies in the UK”, en BANCA CATALANA-BOLSA DE BARCELONA, *Capital de riesgo y segundo mercado bursátil*. Barcelona, 28-29 noviembre 1984) y nos la recordaría, primero, GÓMEZ GRAS, J.M.^a (*Análisis del “Venture Capital”...*, cit., p. 225) y, después, este mismo autor junto con CLAVER CORTES, E. [“Promoción empresarial, capital riesgo y segundo mercado bursátil”, *AF*, 3 (12-18 de enero de 1987), p. 118].

decir, recursos propios (o *quasi*-propios) y no ajenos. Es, además, riesgo. Riesgo o aventura porque existe una notable incertidumbre acerca del resultado y, a la postre, sobre la devolución de los capitales aportados y la obtención de las plusvalías esperadas.

1. Definiciones doctrinales de “capital-riesgo”

Colocando el acento en el capital y/o en el riesgo las definiciones de los autores de la doctrina (más económica que jurídica) de nuestro país y de nuestros países vecinos han ido evolucionando al ritmo de los avatares de la práctica financiera. Un nexo común a todas ellas se habrá de desprender para averiguar qué ha de entenderse, según los expertos, por “capital-riesgo”.

A) Definiciones en la doctrina española

Son múltiples y variadas las definiciones que del término “capital-riesgo” se han sucedido en la literatura económica y jurídica española. Desde la perspectiva económico-financiera, uno de los mayores expertos en este campo, MARTÍ PELLÓN, comentó en el año 1987 que era aquella actividad financiera consistente en la apuesta por ideas innovadoras, materializada de forma temporal y minoritaria, con objeto de obtener fuertes plusvalías ⁽²¹⁾. De manera muy similar había utilizado ya esta expresión para designar las aportaciones de recursos destinadas a ser colocadas en participaciones minoritarias y temporales, elegidas conforme a determinados criterios, con el fin de conseguir importantes plusvalías ⁽²²⁾. Fue en definiciones posteriores cuando este autor incidió en las pequeñas y medianas empresas (PYMES), en su papel de receptoras de recursos. Así, vio el capital-riesgo como: “*Un conjunto de recursos financieros, y servicios de asesoría, que se canalizan hacia pequeñas y medianas empresas innovadoras, ya existentes o en proceso de creación, bien en participaciones minoritarias con carácter temporal con la expectativa de obtener importantes plusvalías o bien en forma de deuda, convertible o no, con participación en los potenciales éxitos de gestión*” ⁽²³⁾. También como: “*La actividad financiera desarrollada por entidades especializadas, que consiste en la aportación de recursos financieros estables a pequeñas y medianas empresas (PMES) a tra-*

(21) Esta definición se recoge en su trabajo “La oferta de capital riesgo (venture capital) en España en 1986”, ICE, 651 (noviembre 1987), p. 81.

(22) Vid. MARTÍ PELLÓN, J., *El capital riesgo...*, cit., p. 21.

(23) Léase la definición transcrita en su obra *El capital riesgo...*, cit., pp. 31-32.

vés de participaciones temporales y, generalmente, minoritarias en su capital, que tiene por objeto contribuir a su nacimiento o expansión”⁽²⁴⁾. De manera análoga, como la prestación de apoyo financiero a empresas de limitada dimensión, en proceso de puesta en marcha o crecimiento, mediante la participación temporal y minoritaria en su capital⁽²⁵⁾. O, finalmente, como: “La actividad financiera orientada a la provisión de recursos a medio y largo plazo, generalmente de forma minoritaria, a pequeñas y medianas empresas (PYME), en proceso de arranque o de crecimiento, sin vocación de permanencia ilimitada en su accionariado”⁽²⁶⁾. ¡Qué duda cabe que en estas cuatro últimas definiciones doctrinales las PYMES se alzaron en el centro neurálgico de este instrumento de financiación e inversión!

Otras muchas acepciones del término capital-riesgo que acentuaron su conexión con las empresas de mediano y pequeño tamaño fueron aquellas que entendieron que era una actividad financiera institucional y sistematizada, orientada al suministro temporal y minoritario de capitales, usualmente a riesgo, a la empresa de reducida dimensión, para facilitar sus proyectos de expansión⁽²⁷⁾; o un sistema de financiación dirigido básicamente a las pequeñas y medianas empresas, mediante el que una sociedad especializada en inversiones (sociedad inversora) “inyecta” capital en una empresa (sociedad receptora) en una proporción minoritaria y por un espacio de tiempo relativamente corto⁽²⁸⁾; o una actividad financiera especializada y sistematizada que canaliza capitales hacia PYMES, en gran medida, innovadoras, al tomar participaciones en el capital social de las mismas, normalmente en forma minoritaria y temporal⁽²⁹⁾; o, asimismo, la toma de participaciones, minoritaria y temporal, en el capital de empresas de talla pequeña o mediana por parte de grandes inversores, con el

(24) Vid. MARTÍ PELLÓN, J., “La capitalización...”, cit., p. 93.

(25) Vid. MARTÍ PELLÓN, J., “El capital riesgo y las pequeñas y medianas empresas”, *Papeles de Economía Española*, 65 (1995), p. 252.

(26) Esta definición la plasmó MARTÍ PELLÓN, J. en sus dos siguientes obras: *La inversión en capital de las PYME en España. 1995. (Capital Riesgo y Capital Desarrollo)*. Madrid, mayo 1996, p. 8; *El capital inversión...*, cit., p. 21.

(27) Vid. CENTELLES, E., “La actividad de capital riesgo (“Venture Capital”): características y posibilidades en España”, *EI*, 231 (mayo-junio 1983), p. 131.

(28) Consúltese, para este extremo, el siguiente libro: MARTÍN MENDOZA, J.L.: *El capital-riesgo. Un sistema innovador de financiación*. Barcelona, 1988, p. 11.

(29) Así en la investigación doctoral de SOTELO NAVALTROPO, J.: *El capital-riesgo (venture capital) en el contexto de la política económica frente a la crisis industrial en España*. Tesis Doctoral. Universidad Complutense de Madrid. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, 1988, p. 130.

propósito de obtener una serie de beneficios y remuneraciones, básicamente vía plusvalías, transcurrido un cierto período de tiempo ⁽³⁰⁾.

La mayoría de las definiciones más recientes de los tratadistas ponen como destinatarias de esta actividad a las empresas —*rectius*, sociedades ⁽³¹⁾— no cotizadas en los Mercados de Valores, sin especificar ni tamaño ni etapa de madurez ⁽³²⁾. Bajo este hilo conductor la Bolsa de Madrid ha entendido al capital-riesgo parejo al capital inversión —o, mejor, al capital desarrollo—. En términos generales, en esta plaza de negociación bursátil se ha definido el capital-riesgo como la participación de inversores profesionales en el capital de compañías ya establecidas con proyectos de expansión y crecimiento, a quienes aportan recursos financieros, asesoramiento y apoyo en la gestión ⁽³³⁾. Estos últimos conceptos gozan de una indudable virtud: dan luz a la realidad operativa presente en el entorno financiero de España y de otros muchos Estados europeos. Pero también padecen una debilidad: dejan en la sombra el extremo del capital-riesgo como fórmula financiera no convencional de las PYMES —familiares o no—, que fue la razón última de su aparición y del vivo esfuerzo que por su extensión está comenzando a surgir en los mercados nacional y comunitario.

Aunque a menor ritmo, en la actualidad continúa apareciendo alguna definición que prosigue en la dirección de ligar el capital-riesgo con las empresas de talla mediana y pequeña. Destaca una jurídica con grandes coincidencias con

(30) Vid. GONZÁLEZ, J.I., “Pequeñas y medianas empresas de distribución. Mecanismos de financiación”, *Distribución y Consumo* (agosto-septiembre 1994), p. 40.

(31) Es de extrema importancia, desde un punto de vista de exquisita técnica jurídica, la diferenciación que incorpora, a efectos de la normativa de capital-riesgo, MADRID PARRA, A. “Aspectos jurídicos...”, cit., pp. 75-76 entre los conceptos de “empresa” como objeto y “sociedad” como sujeto de derechos; relegada conscientemente al subconsciente de quien construye el presente trabajo de investigación, con la consiguiente subjetivización o personalización matizada del primero de aquellos conceptos: “empresa-sujeto”, en línea con la terminología económica que emplea el legislador en materia, entre otras, financiera.

(32) MARTÍ PELLÓN, J. —siempre en la punta de lanza a la hora de aportar definiciones de capital-riesgo— expuso en el año 1999 [“Pasado, presente y futuro del capital-riesgo en España”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 67 (1999), p. 21] que el capital-riesgo es: “Una actividad financiera orientada a la provisión de recursos a medio y largo plazo, generalmente de forma minoritaria, a empresas no cotizadas en los mercados de valores, sin vocación de permanencia ilimitada en su accionariado”.

(33) Vid. BOLSA DE MADRID, “La alternativa financiera de la empresa familiar”, *Bolsa de Madrid*, 70 (octubre 1998), p. 35.

las económicas descritas: la del profesor MADRID PARRA ⁽³⁴⁾, quien describió el capital-riesgo como la actividad financiera que aporta recursos a pequeñas o medianas empresas con alto potencial de desarrollo, con la expectativa de alcanzar una alta plusvalía mediante la venta de la participación. Desde una visión nuevamente económica recogemos una última: el capital-riesgo sería una alternativa al sistema financiero tradicional y una vía de promoción de la inversión real dentro del tejido empresarial, que se dirige a proporcionar financiación a medio y largo plazo a las PYMES, a través, normalmente, de la adquisición de participaciones en el capital social ⁽³⁵⁾.

B) Definiciones en la doctrina extranjera

El menor o mayor enlace del capital-riesgo con las unidades empresariales de reducida dimensión, que son las que más elevadas tasas de riesgo conllevan, se ha visto reflejado, asimismo, en la literatura económica de otros Estados europeos. Es el caso de Francia, donde el *capital-risque* ha conocido desde su introducción un nada desdeñable impulso y desarrollo.

En un primer momento, quedó definido el *capital-risque* como el procedimiento para financiar con fondos propios las empresas con proyectos de fuerte potencial innovador ⁽³⁶⁾; como la aportación de fondos propios, efectuada por instituciones que se implican en mayor o menor medida en la marcha de la empresa, con el objetivo de obtener una plusvalía con la venta de las participaciones ⁽³⁷⁾; como la inversión por fondos propios o *quasi*-propios realizada en sociedades —en fase de creación o de transmisión— no cotizadas ⁽³⁸⁾; o, por último, como la aportación de fondos propios a largo plazo por parte de un inversor que juega un papel activo en la empresa participada, asesorando a su equipo de dirección y estimulando sus perspectivas de crecimiento para alcanzar una plusvalía en el capital con la venta de la participación ⁽³⁹⁾.

(34) Vid. MADRID PARRA, A., “Aspectos jurídicos...”, cit., p. 69.

(35) Es el concepto de capital-riesgo que aportó VENDRELL VILANOVA, A. en este artículo doctrinal: “Un nuevo impulso para la actividad de capital riesgo”, *AF* 4 (abril de 1999), año IV, p. 4.

(36) Véase la obra ya mencionada de BESSIS, J.: *Capital-risque...*, cit., p. 17.

(37) BATTINI, P., COPIN, G. y RAUGEL, P.-J., consignaron esta definición en: *Le guide pratique...*, cit., p. 23.

(38) Vid. BESSIS, J., *Capital-risque...*, cit., p. 21.

(39) Los autores franceses BERTONÈCHE, M. y VICKERY, L. (*Le capital-risque*. París, marzo 1987, pp. 5-6) proporcionaron la transcrita definición de *capital-risque*.

No faltaron otros pronunciamientos en los que se subrayó la toma de participación en el desarrollo de compañías de tamaño pequeño o mediano especializadas en tecnologías de punta y actividades novedosas⁽⁴⁰⁾ o, en general, en empresas no cotizadas recientes que conocen un desarrollo importante⁽⁴¹⁾. Retengamos en la memoria un par de ellos⁽⁴²⁾. Conforme al primero, el capital-riesgo reposaría en una aportación de capitales propios, junto con competencias técnicas y estratégicas, a empresas en creación que pertenecen a sectores de tecnología nueva. Conforme al segundo, el capital-riesgo sería un instrumento de financiación de aquellas PYMES innovadoras que se encuentran al comienzo de la fase de crecimiento que, combinando aportación de capitales propios y capacidad técnica, desemboca en una relación de larga duración entre la empresa financiada y el capitalista en riesgo; quien obtiene remuneración gracias a las plusvalías alcanzadas al término de este período.

C) Rasgos comunes de las definiciones doctrinales

Pese a las variaciones entre las definiciones de uno y otro especialista en la doctrina doméstica o extranjera, puede deducirse de todas ellas un mínimo común denominador caracterizado por los tres siguientes rasgos: el primero, la inversión o participación temporal y minoritaria de los inversores en el capital social de las compañías no cotizadas; por correlación, la financiación a medio o largo plazo de las mismas; y, por último, la obtención de plusvalías (*capital gains*) en el momento de la desinversión como objetivo principal del inversor.

De la conjunción de estos tres caracteres podemos derivar con relativa facilidad una definición propia del siguiente tenor: el capital-riesgo es aquel sistema mediante el que los inversionistas participan, por tiempo limitado y de forma minoritaria, en el capital de entidades no cotizadas, muchas veces, de limitada envergadura con prometedores proyectos innovadores; facilitando asesoramiento y financiación estable a cambio de plusvalías durante la desinversión. El capital-riesgo es inversión, financiación y desinversión en/de entidades que no cotizan.

(40) Vid. RIPERT, G. y ROBLLOT, R., *Traité de Droit Commercial*. 16.^a ed. T. I. París, 1996, p. 1237.

(41) Vid. BATTINI, P., COPIN, G. y RAUGEL, P.-J., *Le guide pratique...*, cit., p. 23.

(42) Los dos pronunciamientos que hemos elegido pertenecen a GEOFFRON, P.. El primero está en: "Le financement des PMES innovatrices: l'exemple américain", *Revue Française de Gestion*, 84 (junio-julio-agosto 1991), p. 13. El segundo, en: *Le processus de formation d'une innovation financière: le capital risque. Un analyse comparative des modèles américain et français*. Tesis Doctoral. Universidad París XIII. U.F.R. de Ciencias Económicas y de Gestión, enero 1990, p. 12.

2. Definiciones normativas de “capital-riesgo”

Las compañías no cotizadas con intensa capacidad de innovación y crecimiento están en el punto de mira de las definiciones que los especialistas dan en torno al concepto de “capital-riesgo” como actividad inversora-financiadora a medio o largo plazo. Las definiciones doctrinales suelen bailar al compás de las legales —en muchas ocasiones, éstas de aquéllas— y, a su vez, las legales de la *praxis* financiera. Comprobemos ahora si las aportaciones doctrinales resultan o no conformes con la operativa y normativa financiera. Adelantemos que a partir de 1986, año del primer apunte normativo, y hasta la fecha, con la LECR, no han parado de sucederse en la legislación definiciones de “capital-riesgo”. La modificación introducida en la LECR por la *Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero* ⁽⁴³⁾ (en adelante, Ley Financiera) prosigue en esa senda. Un recorrido por el pasado y el presente de las definiciones normativas es el reto a arrostrar a renglón seguido.

A) Definiciones normativas en el pasado

a) *Definición según el Real Decreto-ley 1/1986*

Desde la primera regulación en 1986, con los artículos 12 a 20 del Real Decreto-ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales ⁽⁴⁴⁾, como en sus ulteriores modificaciones, la definición de “capital-riesgo” ha estado vinculada al concepto de Entidades de Capital-Riesgo ⁽⁴⁵⁾ (ECR) ⁽⁴⁶⁾ y, en específico, al de Sociedades de Capital-Ries-

⁽⁴³⁾ BOE núm. 281, 23 de noviembre de 2002, pp. 41273-41331 [RCL 2002, 22807].

⁽⁴⁴⁾ Vid. *supra* nota a pie de página n.º 2.

⁽⁴⁵⁾ Esta categoría de “Entidades de Capital-Riesgo” no apareció en la legislación hasta la redacción que concedió el artículo 17 del *Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica* (BOE núm. 139, 8 de junio de 1996, pp. 6390-6402; rect. BOE núm. 147, 18 de junio de 1996, pp. 6459-6460 [RCL 1996, 1767; 1996, 1823]) al punto uno del artículo 12 del Real Decreto-Ley 1/1986.

⁽⁴⁶⁾ Al contrario que para Sociedades, Fondos y Gestoras de Capital-Riesgo, para las Entidades de Capital-Riesgo no dispuso la LECR una abreviatura oficial. Sí lo haría, en cambio, después la *Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 17 de junio de 1999* (BOE núm. 155, 30 de junio de 1999, pp. 24732-24733 [RCL 1999, 14369]). En exclusiva sobre esta Orden Ministerial, véanse los siguientes resúmenes descriptivos: FERNÁNDEZ AGUADO, J., “Orden de 17 de junio de 1999. Entidades de capital-riesgo y sociedades gestoras”, *DN*, 109 (octubre 1999), año 10, pp. 71-72; GÓMEZ PORRÚA, J. M., “Orden de 17 de junio de 1999. Entidades de Capital-Riesgo y sus Sociedades Gestoras”, *DN*, 106-107 (julio-agosto 1999), año 10, pp. 40-42; TAPIA HERMIDA, A. J., “Habilitación normativa a la CNMV sobre Entidades de Capital-Riesgo: la Orden de 17 de junio de 1999”, *RDBB*, 75 (julio-septiembre 1999), año XVIII, pp. 281-282.

go y, por remisión, al de Fondos de Capital-Riesgo (SCR y FCR, respectivamente) ⁽⁴⁷⁾. Son Sociedades (y Fondos) de Capital-Riesgo las sociedades (y patrimonios administrados por una sociedad gestora) que tengan como objeto social principal la actividad de capital-riesgo, es decir, la toma de participaciones temporales en empresas que no cotizan. “*Empresas no financieras*” expondría el artículo 12.1 ⁽⁴⁸⁾. Una expresión en exceso amplia que sólo excluía a quienes ejercían su actividad en el sector económico financiero.

b) *Definición según el Real Decreto-ley 5/1992*

La revisión introducida por el *Real Decreto-ley 5/1992, de 21 de julio, de ordenación económica* ⁽⁴⁹⁾ —sustituido, sin modificaciones al respecto, por la *Ley 28/1992, de 24 de noviembre* ⁽⁵⁰⁾— se acordó de acotar el campo de las empresas a las que se dirigía el capital-riesgo: las PYMES innovadoras. Su artículo 8.1 dio nueva redacción al artículo 12.1 del Real Decreto-ley 1/1986:

⁽⁴⁷⁾ Conforme al artículo 1.2 LECR, las Entidades de Capital-Riesgo son, en efecto, las Sociedades de Capital-Riesgo (SCR [art. 6.1]) y los Fondos de Capital-Riesgo (FCR [art. 6.1]); estos últimos siempre administrados por una Sociedad Gestora (SGECR [art. 6.1]) (art. 3). Tener en cuenta a los operadores que pueden ser considerados como ECR en sentido estricto nos lleva a eliminar a las SODI y a las Sociedades de Promoción de Empresas (SPE); aun cuando sean el germen que hizo nacer a las actuales ECR. Nos hacemos eco, así, de la óptica que adoptaron ALCALÁ OLID, F. “La gestión del capital-riesgo en España”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 67 (1999), p. 19, CANO GUILLÉN, C.J. y CAZORLA PAPIS, L. “El modelo andaluz de capital riesgo: situación actual y perspectivas. Una comparación a escala nacional”, *Revista de Estudios Regionales*, 51 (mayo-agosto 1998), 2.ª época, pp. 124, 127. En cambio, ANTÓN, Y. “El capital-riesgo como alternativa financiera”, *AF*, 8 (agosto 1998), año III, p. 7 afirmó que las primeras SCR nacieron bajo la denominación de “SODI”. En extenso acerca de estas SODI, consúltense de MARTÍ PELLÓN, J., entre otros, los dos siguientes estudios: “La oferta...”, cit., pp. 90-95; *La inversión en capital...*, cit., pp. 10-14. Un buen trabajo de Derecho comparado sobre estas SODI es: DEL RÍO GÓMEZ, C., “El futuro de las Sociedades de Desarrollo Industrial (SODI) a la luz de la experiencia francesa e italiana: un estudio comparativo”, *Hacienda Pública Española*, 79 (1982), pp. 147-166 (procedente de la Tesis Doctoral que el autor presentó en mayo de 1980 en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Bilbao con el título “Sociedades financieras regionales italianas y francesas: dos alternativas para el caso español”).

⁽⁴⁸⁾ Unas breves indicaciones acerca de cómo el Real Decreto-Ley 1/1986 y sus sucesivas reformas llegaron a caracterizar a las empresas destinatarias del capital-riesgo se dibujaron en: CONGRESO DE LOS DIPUTADOS. SECRETARÍA GENERAL, *Entidades de Capital-Riesgo y Sociedades Gestoras. (Documentación preparada para la tramitación del Proyecto de Ley reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus Sociedades Gestoras)*. (BOCG, Congreso de los Diputados, Serie A, núm. 115-1, de 19 de mayo de 1998). Madrid, 1998, p. 29.

⁽⁴⁹⁾ BOE núm. 176, 23 de julio de 1992, pp. 6099-6103 (RCL 1992, 1641).

⁽⁵⁰⁾ BOE núm. 283, 25 de noviembre de 1992, pp. 9398-9402 (RCL 1992, 2497).

“Empresas no financieras, de dimensión pequeña o mediana, que desarrollen actividades relacionadas con la innovación tecnológica o de otra naturaleza, en los términos que reglamentariamente se determinen”. El problema que surgió entonces fue, de un lado, la ausencia de una definición clara acerca de los conceptos “empresas de dimensión pequeña o mediana” e “innovación tecnológica”. De otro, el aumento de la imprecisión en lo relativo a las “actividades de otra naturaleza” y la remisión a un posterior Reglamento. Todo ello provocó no pocos recelos entre los inversionistas, quienes necesitaban la seguridad jurídica de que sus operaciones iban a poder beneficiarse de los incentivos fiscales que había establecido aquel Real Decreto-Ley 1/1986.

c) *Definición según el Real Decreto-ley 7/1996*

Hasta el Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio ⁽⁵¹⁾, no se volvió a delimitar a las empresas destinatarias del capital-riesgo. Se utilizó, de nuevo, el concepto de “empresas no financieras”; pero esta vez limitado a aquéllas que no cotizaran ni en el Primer Mercado de Valores ni en ningún otro Mercado secundario organizado. Se exigió, además, que fueran empresas independientes por no estar participadas en un porcentaje superior al 25% por sociedades que cotizaran en esos Mercados o que tuviesen la consideración de entidad financiera.

Con esta última caracterización había que preguntarse si el capital-riesgo dejaba de ser un instrumento de financiación estable para las empresas innovadoras de menor tamaño, que son las que se topan con mayores problemas financieros. Aunque es cierto que se suprimió el criterio de la dimensión de la empresa también lo es que con la posibilidad de conceder préstamos participativos u otras formas de financiación a las empresas participadas, el legislador de 1996 estaba pensando en las empresas que sufrían dificultades financieras por el tamaño, por la etapa de desarrollo o antigüedad, por el nivel de endeudamiento, por el sector de operaciones, o por una combinación de todos o algunos de las anteriores criterios.

d) *Definición según la Ley 1/1999 antes de la reforma de la Ley Financiera*

El móvil del Real Decreto-ley 7/1996 también es el móvil de la LECR: *“El Capital-Riesgo es una actividad financiera consistente en proporcionar recur-*

(51) Vid. *supra* nota a pie de página n.º 45 para el título completo y el BOE de publicación de este Real Decreto-Ley 7/1996.

... sos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación” (E. de M.). Con la voz “dificultades” pudiera parecer a primera vista que el legislador está haciendo alusión a situaciones de pre-insolvencia. Si fuera así el capital-riesgo se limitaría a financiar empresas en la fase de *turnaround* ⁽⁵²⁾. No puede haber sido ésta su intención. Aun con una fórmula en exceso vaga e imprecisa, en la definición de la LECR encajan perfectamente las PYMES porque generalmente hallan a su paso dificultades para acceder a fuentes financieras propias o ajenas a largo plazo.

No obstante lo anterior, en línea con la tendencia actual de invertir en entidades empresariales de amplias dimensiones y avanzado grado de madurez, en la Ley n.º 1 de 1999 no ha habido nunca una mención a las empresas de reducida envergadura ni en la Exposición de Motivos ni tampoco en el artículo 2.1 donde se determina el objeto social principal de Sociedades (y Fondos) de Capital-Riesgo, que en su primitiva redacción antes de la modificación que, en fechas recientes, ha introducido la Ley Financiera rezaba como sigue: “*Toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores*”. A priori, no hay obstáculos para financiar por este procedimiento a la mayoría de las PYMES —independientes o no de sociedades financieras y/o cotizadas— de nuestro entorno; bien que tampoco para financiar a las múltiples grandes empresas con valores no admitidos a cotización oficial bursátil. Antes de su nueva revisión, con la Ley 1/1999 se profundizaba en la flexibilización iniciada por el Real Decreto-Ley 7/1996, sin llegar a desnaturalizar la identidad del capital-riesgo ⁽⁵³⁾: inversión en el capital de entidades no financieras y no cotizadas.

B) Definición normativa en el presente

a) *Definición según la Ley 1/1999 después de la reforma de la Ley Financiera*

La desnaturalización llega de la mano de lo que hoy ya tiene rango de Ley. El 1 de marzo de 2002 se presentaba, el 5 de marzo se calificaba y el 8 de marzo

⁽⁵²⁾ Para su definición, vid. *supra* nota a pie de página n.º 12.

⁽⁵³⁾ Vid. CONGRESO DE LOS DIPUTADOS. SECRETARÍA GENERAL, *Entidades de Capital-Riesgo...*, cit., p. 29.

se publicaba en el Boletín Oficial de las Cortes Generales (BOCG) ⁽⁵⁴⁾ el Proyecto de Ley de medidas de reforma del sistema financiero. El 23 de noviembre de 2002 aparecía en el BOE la Ley de medidas de reforma del sistema financiero, más conocida como “Ley Financiera”. Dentro del Capítulo III el artículo 19 en su párrafo primero introduce una relevante modificación en el régimen jurídico de las ECR y por lo que a estos particulares efectos interesa en el artículo 2.1 LECR. La nueva redacción es la que sigue: “*Toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores*”. Con la introducción de la precisión “en el momento de la toma de participación” se está abriendo el capital-riesgo a empresas que, aun sin cotizar en el momento preciso de la toma de participación, sí coticen en un momento posterior a la inversión. Con la Ley Financiera el capital-riesgo no es sólo para entidades no cotizadas, también es para las cotizadas, incluso, en el Primer Mercado de Valores. El Primer Mercado viene grande a las medianas y, sobre todo, a las pequeñas empresas. Pese al título del Capítulo III (“Financiación de pequeñas y medianas empresas”) en el que queda integrado el transcrito artícu-

(54) BOCG Congreso de los Diputados de 8 de marzo de 2002, n.º 121/000069, Serie A, núm. 69-1, 51 pp. Tras la publicación en el BOCG de este Proyecto de Ley se publicaban ampliaciones del plazo de enmiendas en las siguientes ocasiones: BOCG Congreso de los Diputados de 20 de marzo de 2002, Serie A, núm. 69-2, p. 53; BOCG Congreso de los Diputados de 25 de marzo de 2002, Serie A, núm. 69-3, p. 55; BOCG Congreso de los Diputados de 9 de abril de 2002, Serie A, núm. 69-4, p. 57; BOCG Congreso de los Diputados de 10 de abril de 2002, Serie A, núm. 69-5, p. 59; BOCG Congreso de los Diputados de 16 de abril de 2002, Serie A, núm. 69-6, p. 61; BOCG Congreso de los Diputados de 17 de abril de 2002, Serie A, núm. 69-7, p. 63; BOCG Congreso de los Diputados de 24 de abril de 2002, Serie A, núm. 69-8, p. 65; BOCG Congreso de los Diputados de 3 de mayo de 2002, Serie A, núm. 69-10, p. 69; BOCG Congreso de los Diputados de 8 de mayo de 2002, Serie A, núm. 69-11, p. 71. Un Informe de la Ponencia (después corregido) y un Dictamen de la Comisión y escritos de mantenimiento de enmiendas para su defensa ante el Pleno se daban a conocer en el BOCG Congreso de los Diputados de los días 29 de mayo y 11 de junio de 2002, respectivamente. La aprobación por el Pleno del Congreso se publicaría en el BOCG Congreso de los Diputados de 24 de junio de 2002, Serie A, núm. 69-18, p. 335. Ese mismo día 24 de junio de 2002 se registraba este Proyecto en el Senado [BOCG II, 86(a) de 24 junio 2002], se calificaba por la Comisión de Economía, Comercio y Turismo y se daba como plazo máximo para la introducción de enmiendas y propuestas de veto el día 6 de septiembre de 2002. Por BOCG II, 86(b) de 5 de septiembre de 2002 se ampliaba el plazo de enmiendas y propuestas de veto hasta el 12 de septiembre de 2002. El 17 de septiembre de 2002 se publicaron las propuestas de veto [BOCG II, 86(c) de 17 de septiembre de 2002] y las enmiendas al texto [BOCG II, 86(d) de 17 de septiembre de 2002]. Seis días después se reunía la Comisión para designar la Ponencia (DS. Comisión de Economía, Comercio y Turismo, 0325). La reunión y el informe de la Ponencia tendría lugar el 2 de octubre de 2002. El 7 de octubre se publicaría el informe de la Ponencia en el BOCG II, 86 (e). También el 7 de octubre de 2002 se celebró una reunión de la Comisión para dictaminar que dio lugar a un Dictamen con modificaciones. El 8 de noviembre de 2002 se daba la aprobación definitiva por el Congreso [BOCG Congreso de los Diputados de 8 de noviembre de 2002, Serie A, núm. 69-20, pp. 493-566].

lo 19 (párrafo 1.º), el capital-riesgo tiende hacia las grandes y desatiende a las medianas y pequeñas empresas.

IV. CAPITAL-RIESGO: DESINVERSIÓN, INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

1. Capital-Riesgo: Inversión y financiación en empresas

El inversor de capital-riesgo, en realidad, más que por la dimensión de la empresa actúa en consideración al estado de desarrollo en el que ésta se encuentra. Con todo, es normal que coincida la menor dimensión empresarial con las fases iniciales y el mayor tamaño con la madurez de la empresa. Esta correspondencia entre últimas fases de desarrollo y gran empresa no es, de todos modos, absoluta porque abundan las pequeñas o medianas empresas maduras. Con independencia de ello, la especialización de los inversores en una o en varias fases⁽⁵⁵⁾, bien en las iniciales (*seed financing*⁽⁵⁶⁾ y *start-up financing*⁽⁵⁷⁾) o bien en las avanzadas (*expansion finan-*

(55) Se debe hacer notar que la especialización de los inversores de capital-riesgo, aparte de por la fase de desarrollo, puede venir referida por el sector económico o por el ámbito geográfico de actuación de las empresas sujetas a participación.

(56) La traducción de *seed financing/capital/money/investment* sería: financiación, inversión o capital siembra o, sencillamente, dinero semilla. Es la apodada “fase cero” (“*Zero stage*” o “*Phase 0*” fueron las expresiones que utilizó LACHMANN, J.: *Le seed capital...*, cit., pp. 14 y 35), esto es, la financiación inicial que engloba desde las aportaciones necesarias antes del lanzamiento comercial o industrial de una idea empresarial hasta el momento en que puede entenderse técnica o comercialmente factible. Vid. LACHMANN, J., *Le seed capital...*, cit., pp. 27-28. En definitiva, es el período previo al nacimiento de la compañía, sea ésta independiente o dependiente-filial de una gran empresa (*spin-off*). Lo que se financia aquí es el proyecto embrionario estructurado técnica, económica, financiera o jurídicamente y, en general, las primeras ideas de definición de una nueva empresa innovadora y de sus productos o servicios. La capacidad de estrategia es determinante.

(57) La segunda fase es la *start-up financing* o financiación del capital arranque. La empresa ya está en funcionamiento. Ha empezado sus primeras actividades productivas o comerciales; aunque no ha conseguido todavía beneficios. La empresa no es un simple proyecto, es una realidad y sus necesidades de financiación son altas. Para la empresa, la entrada aquí del capital-riesgo es crucial por los recursos económicos aportados y por el asesoramiento técnico especializado, la experiencia, la planificación y la ayuda adicional prestada, por ejemplo, para contratar más personal y formar un grupo de directivos que expanda el negocio. El riesgo continúa siendo en exceso elevado y el período de tiempo hasta que la empresa pueda, en su caso, generar beneficios y, después, los inversores conseguir plusvalías es largo. Por estos motivos, tampoco se han decantado los intermediarios por este tipo de financiación y cuando lo hacen es de forma sindicada para evitar una excesiva concentración de riesgos. Ésta y la anterior fase de financiación se han convertido en

cing⁽⁵⁸⁾, *bridge financing*⁽⁵⁹⁾, *buy-out/buy-in financing* y *turnaround*⁽⁶⁰⁾, es la tónica habitual.

las parientes pobres del capital-riesgo. Vid. HOULDER, V., “The high-technology sector. New funds focus on IT companies”, *Financial Times* (10 de octubre de 1997), p. 5 (Sección *Financial Times Survey*); HOULDER, V., “Profile Bob Jones. Venturer becomes an ambassador”, *Financial Times* (10 de octubre de 1997), p. 5 (Sección *Financial Times Survey*); LEBAS, P., “L’avenir du capital-riesque en Europe”, *Revue Francaise de Gestion*, 49 (noviembre-diciembre de 1984), p. 99; MARTÍ PELLÓN, J., *El capital riesgo...*, cit., p. 98.

(58) La *expansion* o *growth financing* es la financiación de la expansión o crecimiento de la empresa. En esta etapa, al igual que en la anterior, se necesitan grandes cantidades de recursos económicos, esta vez, para que la empresa se consolide y sus productos o servicios se distribuyan por todo el mercado. Las inversiones que se realizan aquí son, a diferencia de las anteriores, numerosas —pese a los superiores precios de entrada— porque existe una mayor seguridad de recuperar lo invertido y conseguir plusvalías sin dificultad, al contar con antecedentes sobre la empresa. Ya se sabe que la regla lógica —y puramente teórica— es que a mayor madurez, menor riesgo; aunque menores plusvalías, también.

(59) Otra de las fases es la *bridge financing* o financiación puente. Esta denominación cobra sentido si se comprende que el capital-riesgo desempeña una función de complemento o medio para que la empresa acceda a otras fuentes financieras, esencialmente al Mercado Bursátil. Para ello, este tipo de Mercado debe tener el suficiente grado de desarrollo como para que lleguen fondos a la empresa a través de la cotización en él de sus valores. En España el Segundo Mercado ni cumple ni ha cumplido esta función, por lo que en la actualidad las empresas cuentan con la posibilidad de utilizar el capital-riesgo como “puente” hacia la financiación bursátil en el Primer Mercado o en el Nuevo Mercado; siempre, es claro, que reúnan todas sus exigencias.

(60) CANO GUILLÉN, C.J. y CAZORLA PAPIS, L. “El modelo andaluz...”, cit., p. 134 distinguieron las mismas seis fases de financiación en función del grado de desarrollo empresarial que nosotros (*seed financing*, *start-up financing*, *expansion financing*, *bridge financing*, *buy-out/buy-in financing* y *turnaround*); si bien prefirieron agregarlas en cuatro etapas a la hora de estudiar la estrategia seguida por el operador. Por su parte, ABAD, A. “La experiencia...”, cit., p. 171 y SOTELO NAVALTROPO, J. *El capital-riesgo...*, cit., pp. 157-158 realizaron una clasificación semejante a la nuestra; aunque ninguno incluyó el *turnaround* como una de las etapas de desarrollo de la empresa en las que el capital-riesgo puede participar. No es ésta, sin embargo, una clasificación acogida con generalidad en la literatura más autorizada. En ocasiones, se han distinguido tan sólo dos etapas: *early-stage financing* o *start-up financing* y *expansion financing*. Otras veces se han señalado tres, bien —siguiendo al *Venture Capital Yearbook 1988*— *early stage*, *later stage* y *leveraged buy-outs/acquisitions*, o bien *seed money*, *growth financing* y *going public*. Algunas otras veces, se han diferenciado cuatro. Cuatro etapas enumeró, por ejemplo, ANTÓN, Y. (“El capital-riesgo...”, cit., p. 4): *seed capital*, la primera; *start-up investment*, la segunda; *expansion capital*, la tercera; y *leverage buy out/management buy out* junto con *turnaround*, la cuarta. De modo muy similar, BESSIS, J. (*Capital-riesque...*, cit., pp. 23-24) ya había clasificado antes el estado de desarrollo de la empresa en cuatro fases: *seed-financing* o *pré-démarrage*, *start-up financing* o *démarrage*, *expansion financing* o *capital-dé-*

No resulta difícil adivinar cómo el papel inversor-financiador de los capitalistas en riesgo en las fases de mayor desarrollo empresarial se cumple en detrimento de la empresa pequeña que pone la primera piedra de su actividad. Las inversiones/financiaciones en/de empresas en etapas iniciales que se sucedieron a finales de los ochenta y a principios de los noventa no produjeron las rentabilidades que cabía esperar, en atención al grado de riesgo que con ellas se contraía. Por norma general, el crecimiento empresarial fue menor y más lento del previsto, y la desinversión más difícil y costosa de lo deseable. Dos consecuencias inmediatas y de signo contrario aparecieron: una, la entrada constante en empresas consolidadas, con menores riesgos y, pese a ello, superiores rentabilidades medias; otra, el paulatino abandono de la participación en unidades empresariales recientes y pequeñas. Sería fácil achacar a los inversores/financiadores falta de iniciativa, valor, voluntad, carácter o coraje; mas antes de arrojar estas críticas hay que ser conscientes de que participando en estas empresas se multiplica el riesgo de perder el esfuerzo, trabajo y dinero (propio o de terceros) que se pone en juego. La asunción de riesgos empresariales no ha supuesto un incremento económico, en términos de beneficios, en las cuentas de resultados de los capitalistas⁽⁶¹⁾. Los éxitos —ciertamente escasos— que con las pequeñas empresas han ido consiguiéndose desde la aparición de la actividad de capital-riesgo no han logrado ensombrecer los recurrentes fracasos.

El capital-riesgo no está llegando hoy a las PYMES en estados de desarrollo incipientes. Ésta es la conclusión que entresacamos de la lectura del párrafo precedente. Como conclusión general es válida, como conclusión absoluta no. Un nutrido número de microempresas —y proyectos de empresas— surgidas al calor de la fiebre por Internet han sido desde 1998 el foco de atención de los

veloppement y leveraged buy-out financing o reprise d'entreprise. CASILDA BÉJAR, R. [“Instituciones no bancarias y financiación a las PYME”, *ICE. Boletín Económico*, 2343 (26 octubre-1 noviembre 1992), p. 3272] diferenció otras cuatro etapas de financiación: *seed financing*, *start-up financing*, *expansion financing* y *bridging financing*. *Seed finance*, *start-up financing*, *expansion financing* y *establishment finance* fue la ordenación que, en un primer momento, acogió MARTÍ PELLÓN, J. (*El capital riesgo...*, cit., pp. 93-110); quien no consideró como etapas *stricto sensu*, sino como otro tipo de operaciones en las que también podían intervenir los capitalistas de riesgo, el *buy-out/buy-in financing*, el *turnaround* y los *joint-ventures*. Con posterioridad, este último autor (“La capitalización...”, cit., pp. 93-94, 100; *Capital riesgo...*, cit., pp. 17-19; “Financiación...”, cit.; *Notas técnicas...*, cit., pp. 30-33) varió su postura, añadiendo al *seed financing*, al *start-up financing* y a la *expansion financing* —donde incluyó el *bridge financing*—, el *buy-out/buy-in financing*, el *turnaround* y el *replacement capital*. Al *replacement capital* nosotros preferimos, en cambio, encuadrarlo en la etapa *buy-out/buy-in* por su íntima unión cuando se trata de financiar a una empresa familiar de segunda o ulterior generación.

(61) Ya indicó este motivo en el año 1984 GARCÍA ECHEVARRÍA, S. “Capital riesgo en la empresa española. Exigencias para un programa financiero”, *ICE*, 611 (julio 1984), p. 99.

inversores. Encuentros informales como el “*Firsttuesday*”⁽⁶²⁾ —que nació en Londres en octubre de 1998— han ido extendiéndose con éxito por más de una veintena de ciudades de todo el mundo —entre ellas Madrid⁽⁶³⁾ y Barcelona⁽⁶⁴⁾— y han logrado poner en contacto a emprendedores de la red de Internet con inversores, muchas veces, dependientes de fuertes holdings bancarios⁽⁶⁵⁾. En el punto de mira de las inversiones/financiaciones de las ECR han estado, primero, las compañías de *e-commerce* y los *portales*, esto es, las populares empresas “*puntocom*” u “*on-line*” de la Nueva Economía⁽⁶⁶⁾ (*Clicks Economy*) del conocimiento y la sociedad de la información⁽⁶⁷⁾; más tarde, los fabricantes

(62) Vid. <http://www.firsttuesday.com>. El *firsttuesday* es sólo un ejemplo —quizás, el más significativo— de los puntos de encuentro entre inversores y empresarios de la red de Internet. En España otros puntos de contacto han sido: *arnero conector*, *club business angels España*, *Forvm*, *lafactoriadeinternet.com* o *winred*. Fuera de nuestro país la lista se antoja interminable: *the adventure capital register*, *bizproweb*, *bizplanlt*, *datamerge*, *financehub*, *international capital resources*, *JM institute venture capital network*, *M&A marketplace*, *northranch financial*, *silicon valley funding venture capital fund VI*, *venture capital*, *venture investors*, *venture capital marketplace*, *venture capital online* o *venture capital report*. Un listado siempre actualizado con todos ellos lo podemos encontrar en la muy práctica *Web Site* de capital-riesgo y *private equity* dirigida por MARTÍ PELLÓN, J. en la Universidad Complutense de Madrid: <http://www.ucm.es/info/ecfin3/cr> o <http://www.webcapitalriesgo.com> y, en concreto, el enlace: <http://www.webcapitalriesgo.com/meeting.htm>.

(63) Un punto de encuentro en la capital entre inversores y empresarios fue la Red: <http://www.egroups.com/group/firsttuesdaymadrid>.

(64) En Barcelona: <http://www.egroups.com/group/firsttuesdaybarcelona>.

(65) Cuando una ECR, en particular un FCR, se encuentra bajo el control económico-financiero de un grupo financiero recibe el nombre de “Fondo cautivo” (“*captive fund*”), por contraposición al “Fondo independiente”. Obsérvese esta clasificación en MARTÍ PELLÓN, J., *Capital riesgo...*, cit., p. 15; MARTÍ PELLÓN, J., *Notas técnicas...*, cit., p. 28.

(66) NAVARRO, V. “¿Existe una «Nueva Economía»?”, *Sistema*, 159 (noviembre 2000), pp. 29-51, con el apoyo de datos empíricos, cuestionó y falló en contra de la existencia de una Nueva Economía.

(67) El fomento en la UE de la Nueva Economía del conocimiento y la sociedad de la información se erigió en objetivo básico del Consejo Europeo de Lisboa de 23 y 24 de marzo de 2000. Compruébese la referencia en la Comunicación de la Comisión acerca de los instrumentos comunitarios de financiación específicos de las PYMES [COM (2000) 653 final, 18 de octubre de 2000, p. 6]. Los antecedentes inmediatos del apoyo y estímulo comunitario al ambicioso proyecto de la consolidación de la sociedad de la información se encuentran en los siguientes documentos de la Comisión Europea: *Europe. Una Sociedad de la Información para todos. Comunicación sobre una iniciativa de la Comisión para el Consejo Europeo extraordinario de Lisboa los días 23 y 24 de marzo de 2000* [COM (1999) 687 final, 8 de diciembre de 1999, 16 pp.] y *eEurope. Una Sociedad de la Información para todos. Informe de avance para el Consejo Europeo extraordinario sobre Empleo, Reforma Económica y Cohesión Social —Hacia una*

de *software, hardware, chips, routers*, fibra óptica y, en general, de infraestructuras de redes.

El ciclo típico de inversión y financiación por capital-riesgo se ve profundamente alterado siempre que estamos en presencia de una compañía *start-up* de Internet y comercio electrónico⁽⁶⁸⁾ o, más en general, de una compañía inmersa en las nuevas tecnologías. En primera instancia, porque la pauta general es que el lanzamiento en el mercado de una empresa con tales caracteres no precisa una ingente suma de dinero; en segunda instancia, porque el desarrollo empresarial en el mercado virtual sin fronteras evoluciona a un ritmo vertiginoso; en tercera y última instancia, porque la celeridad en la expansión y el crecimiento empresarial posibilita una rápida desinversión en cualquiera de los Mercados Bursátiles especializados en esta categoría de empresas con fuerte potencial tecnológico e intenso ritmo de crecimiento.

Las perspectivas de substanciosos rendimientos a corto plazo —pese a los riesgos— a la hora de la desinversión —facilitada por los Nuevos Mercados— alientan a aportar capitales en estas promesas empresariales. No es oro todo lo que reluce en el espacio *on-line*. Muchos inversionistas ya lo constataron cuando en el primer cuatrimestre del año 2000 explotó la burbuja especulativa y cayeron con brusquedad las cotizaciones de las empresas *puntocom* en el Mercado NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*) y en sus semejantes europeos (el francés *Nouveau Marché*, el extinto alemán *Neuer Markt*, el británico AIM [*Alternative Investment Market*], el belga *Euro-NM Belgium* o el italiano *Nuovo Mercato*). El ansia de beneficios rápidos puede llevar, en ocasiones, a mover el dinero sin ser suficientemente selectivo y no siempre lo que huele a Internet lleva detrás un equipo de gestores experimentados con un proyecto estructurado, viable y de futuro. También para los negocios de la *e-conomía* el largo plazo debiera mantenerse⁽⁶⁹⁾. La Bolsa no es buena sustituta del capital-riesgo.

Europa basada en la Innovación y el Conocimiento. Lisboa, 23 y 24 de marzo de 2000 [COM (2000) 130 final, 8 de marzo de 2000, 31 pp.]. El Consejo Europeo de Lisboa no sería sino un paso más en el camino. Las actuaciones han continuado: *eEurope 2002. Una Sociedad de la Información para todos. Proyecto de plan de acción preparado por la Comisión Europea para el Consejo Europeo de Feira 19 y 20 de junio de 2000* [COM (2000) 330 final, 24 de mayo de 2000, 33 pp.].

⁽⁶⁸⁾ Las peculiaridades de las empresas de Internet y el comercio electrónico objeto de capital-riesgo las supo explicar con claridad MARTÍ PELLÓN, J. en: *El Capital Inversión...*, cit., pp. 22-23, 51, 57, 78, 133; “Presente y futuro...”, cit.; *Notas técnicas...*, cit., p. 14.

⁽⁶⁹⁾ En el año 1984 LEBAS, P. “L’avenir...”, cit., p. 103 recogió una recomendación del *Venture Economics* sobre el alargamiento de los plazos, que hoy nosotros deseamos trasladar a las inversiones/financiaciones de los negocios de la Red.

2. Capital-Riesgo: Desinversión en el Mercado de Valores

La Bolsa de Valores es una de las vías de desinversión del capital-riesgo. Las opciones con las que cuenta el inversor si la entrada en la empresa ha alcanzado éxito o, al menos, no se ha convertido en un rotundo fracaso ⁽⁷⁰⁾ son la venta a un tercero o cesión privada ⁽⁷¹⁾; la retrocesión o recompra por los accio-

⁽⁷⁰⁾ No resulta improbable que la empresa participada no pueda sobrevivir por más tiempo. En esta hipótesis, entraría la sociedad en un proceso de disolución (arts. 260-265 del *Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas* [BOE núm. 310, 27 de diciembre de 1989, pp. 8234-8272; rect. BOE núm. 28, 1 de febrero de 1990, pp. 511-516 [RCL 1989, 2737; 1990, 206]] [TRLSA] y arts. 104-108 de la *Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada* [BOE núm. 71, 24 de marzo de 1995, pp. 2690-2718 [RCL 1995, 953]] [LSRL]) y posterior liquidación (arts. 266-281 TRLSA y arts. 109-124 LSRL) y extinción (art. 278 TRLSA, art. 121 LSRL y art. 247 del *Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil* [BOE núm. 184, 31 de julio de 1996, pp. 6914-6979 [RCL 1996, 2112]] [RRM]). Si el inversor de capital-riesgo fuera acreedor de la sociedad recuperaría la inversión con prioridad a los socios de aquélla. Si, por contra, el inversor fuera socio sólo podría recuperar la inversión —total o parcial— original cuando en la liquidación se dividiera el haber social —en la forma prevista en los Estatutos o, en su defecto, en proporción al importe nominal de las acciones (art. 277.2.2.º TRLSA) o participaciones sociales (art. 119.1 LSRL)— una vez hubiera sido satisfecho o consignado el importe de los créditos de todos los acreedores (art. 277.2.1.º TRLSA y art. 120 LSRL).

⁽⁷¹⁾ La venta a terceros o cesión privada (*trade sale*) ha sido año tras año —excepto durante 1994— la vía de salida más utilizada en Europa, a pesar de no ser siempre el camino ideal. Se trata de desinvertir cuando se encuentra a un inversor ajeno que tiene interés en adquirir la participación empresarial. El comprador puede ser un inversor financiero e, incluso, otro capitalista en riesgo especializado en las etapas más avanzadas que participa (en segunda [tercera o cuarta] ronda de financiación) con semejantes criterios y por análogos motivos que el primero. La salida del primer capitalista sería la entrada del segundo. Es posible también que el tercero sea un inversor industrial (gran empresa) que, por causas estratégicas o económico-financieras, se encuentre interesado bien en el producto o servicio que comercializa, bien en el proceso productivo y tecnológico que utiliza la empresa participada. De cualquier modo, la desinversión de unos es la inversión —mediante adquisición o fusión— de otros. La inversión de estos terceros financieros o industriales puede ser minoritaria o aspirar a ser mayoritaria, máxime cuando el inversor es industrial. En esta última hipótesis, necesitará comprar las acciones (si la entidad participada es una sociedad anónima) o participaciones sociales (si la empresa en la que se invierte ha adoptado como forma jurídica la sociedad de responsabilidad limitada) de algún otro socio; aunque seguro encontrará obstáculos para ello en las empresas familiares y/o pequeñas donde los empresarios originarios son reacios a la pérdida del control. Vid. BERTONÈCHE, M. y VICKERY, L., *Le capital risque...*, cit., pp. 73-74; GLADSTONE, D., *Venture capital investing. The complete handbook for investing in small private business for outstanding profits*. New Jersey, 1988, pp. 220-223, 227-229; MARTÍ PELLÓN, J., *El capital riesgo...*, cit., pp. 176-177; MARTÍ PELLÓN, J., *Capital riesgo...*, cit., pp. 37-38; MARTÍ PELLÓN, J., *La inversión en capital...*, cit., pp. 39-40; MARTÍ PELLÓN, J., *El capital inversión...*, cit., pp. 51-52; WALL, J. y SMITH, J., *Better exits*. Bruselas, 1998, pp. 9-11.

nistas, por los directivos o por los empleados ⁽⁷²⁾; y la salida a Bolsa o cesión pública. Teóricamente, la salida reina es la cesión pública. En condiciones de extrema eficiencia, la introducción de la sociedad participada en el Mercado de Valores proporciona a los inversores de capital-riesgo fluidez, liquidez, objetividad y plusvalías adecuadas ⁽⁷³⁾. La empresa desinvertida obtiene públicamente recursos con que seguir financiando sus operaciones. Debería ser, pues, el medio de desinversión más utilizado. Su uso es, sin embargo, desigual en los distintos países industrializados. Sí es ampliamente utilizado en aquellos, como los EE.UU. o el Reino Unido, donde esta actividad financiera ha conseguido un grado de consolidación notable a la par que el Mercado Bursátil específico para las pequeñas empresas de rápido crecimiento ⁽⁷⁴⁾. En estos Estados está muy extendida la fórmula de acudir al ofrecimiento público de las acciones o IPO (*Initial Public Offering*) para facilitar al inversor la realización de las plusvalías que han ido generándose durante el período de participación. Su presencia es, en cambio, a mero título anecdótico en aquellos otros países en los que no se da una —o ninguna— de las dos condiciones anteriores.

En España, a pesar del reciente impulso que ha recibido el capital-riesgo gracias a la legislación de 1999 y a la aceptación generalizada por parte del

(72) El inversor de capital-riesgo generalmente prefiere la venta a terceros que la recompra *inter partes* o retrocesión a socios, directivos y, en ocasiones, empleados de la sociedad participada (*share buy-backs*). La razón intrínseca de esta afirmación estriba en la reducción de su poder de negociación. De un lado, porque los compradores internos ya conocen los puntos fuertes y débiles de la empresa; de otro, porque conocen la necesidad de venta del inversor en un determinado plazo. La venta a los accionistas (*owners buy-back*) o a los directivos (*management buy-back*) vierte conflictos de fijación del precio (vid. URÍA MERUÉNDANO, R., “La problemática de los contratos de capital-riesgo en España”, en AA.VV., *La financiación de capital-riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas. Madrid 3 y 4 abril 1984*. Madrid, 1984, pp. 86-87) y es, además, poco rentable. Sólo se utilizará, pues, la mayoría de las veces, como vía marginal cuando el inversor no encuentre ninguna persona física o jurídica ajena al negocio interesada en el mismo, o cuando dentro de la empresa exista una oposición frontal a aceptar a un tercero y prefieran seguir solos la andadura. A la propia empresa la recompra le provoca más perjuicios que beneficios: tiene que hacer uso de recursos que bien podría destinar a la compra de materiales, a la conclusión de negocios o al inicio de planes de inversión. Ésta es, de cualquier modo, la salida más utilizada después de la *trade sale* y no debe rechazarse *a priori* porque ante una determinada situación puede ser la mejor —o, quizás, la única— opción.

(73) Las ventajas —y también las desventajas o costes— de la venta de la participación por medio de la Bolsa se enumeraron en WALL, J. y SMITH, J., *Better...*, cit., p. 8.

(74) Para el caso de EE.UU., vid. MARTÍ PELLÓN, J. y BALBOA, M., “Determinants of private equity fundraising in western Europe”. Working Paper (septiembre 2001), p. 8; con apoyo en los datos procedentes de VENTURE ECONOMICS, *Annual Report 1993-2000*. Arlington, 2000.

propio sector financiero, no se ha consolidado el Mercado Bursátil como medio ágil de desinversión. La sociedad participada puede poseer entidad suficiente para cotizar en el Primer Mercado oficial, con lo que este medio de salida, en principio, será viable para el capitalista en riesgo. Pero resulta más probable que no reúna las condiciones exigidas, fundamentalmente por impedírsele su limitada dimensión. Para estos últimos casos en la década de los ochenta fueron surgiendo los denominados “Segundos Mercados”⁽⁷⁵⁾. Aunque en el Sistema Financiero español todavía existen los Segundos Mercados no han sido en ningún momento una solución en este sentido. Su prematura y contundente inoperatividad no fue un aliciente para que las autoridades se decidieran a establecer con rapidez medidas que corrigieran las deficiencias. No es extraño, pues, que en España el Mercado Bursátil no haya sido —hasta momentos recientes— para el inversor una vía de salida apta. Muchas empresas vieron frustradas, por ello, sus expectativas de obtener financiación a través del capital-riesgo. Con la aprobación de la *Orden de 22 de diciembre de 1999*⁽⁷⁶⁾, por la que se crea en las Bolsas de Valores españolas los Nuevos Mercados, se abría, por fin, en nuestro país un camino que en los EE.UU. y en múltiples Estados europeos ha permitido a los capitalistas de riesgo desinvertir su participación de compañías innovadoras y con grandes posibilidades de crecimiento.

El capital-riesgo necesita a los Mercados Bursátiles (en su vertiente de Primer o Segundo Mercado, de segmento nuevo o tradicional) del mismo modo en que estos necesitan al capital-riesgo. A estas alturas de trabajo sabemos que el Mercado de Valores es, para el capital-riesgo, un método de desinversión⁽⁷⁷⁾ de las sociedades en las que participa. No es su único medio de salida; pero sí, el medio natural que ofrece —se repite— facilidad, objetividad y oportunidad de recoger unas plusvalías adecuadas que reinvertir en otras sociedades no cotizadas. La fuerte imbricación de la actividad bursátil con la del capital-riesgo es fácil de inferir.

(75) El Segundo Mercado oficial encontró regulación en el *Real Decreto 710/86, de 4 de abril* [BOE núm. 90, 15 de abril de 1986, pp. 2417-2419 (RCL 1986, 1142)]. Este Real Decreto se vería acompañado cinco meses después por la *Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 26 de septiembre de 1986* (BOE núm. 238, 4 de octubre de 1986, pp. 6458-6461; rect. BOE núm. 260, 30 de octubre de 1986, p. 6676 [RCL 1896, 3087; 1986, 3317]).

(76) BOE núm. 312, 30 de diciembre de 1999, pp. 8200-8201 (RCL 1999, 3250).

(77) Aun cuando sin conectar directamente con la actividad de capital-riesgo, SUBIRÁ LOBERA, E. *Los “Segundos Mercados” de Valores. Presente y futuro del Segundo Mercado de Valores de la Bolsa de Barcelona*. Tesis Doctoral. Universidad de Barcelona. Departamento de Técnicas Empresariales, 1990, 35 aseveró que la Bolsa es “*El gran mercado de la «desinversión»*”.

3. Capital-Riesgo: Inversión en el Mercado de Valores

A) Capital-Riesgo: Inversión en el Segundo Mercado

La desinversión de unos es la inversión de otros. En el seno del Mercado de Valores, el Segundo Mercado facilita —o debiera facilitar— a las ECR la desinversión, al ofrecer públicamente las acciones y/u obligaciones convertibles o hipotecarias de la sociedad participada. Los inversores cuentan —o debieran contar—, a su vez, merced al Segundo Mercado con un abanico más ancho de sociedades cotizadas en las que invertir. El papel de inversor directo en el Segundo Mercado también podrían desempeñarlo en la actualidad las propias ECR. Este, *a priori*, contrasentido merece una explicación. Es conocido que la LECR en el número 1 de su artículo 2 sobre el objeto social principal de SCR —y FCR, por la remisión del artículo 3— indicó antes de su modificación por la Ley Financiera que consistía en: “*La toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores*”. Apartado el Primer Mercado queda el Segundo Mercado. Conforme a la definición transcrita, la correlación del capital-riesgo con el Segundo Mercado podía —y puede— venir a través de la inversión. La participación del capital-riesgo en sociedades cotizadas en el Segundo Mercado no fue factible mientras estuvo en vigor el Real Decreto-Ley 1/1986. El artículo 12.Dos —en la redacción que concedió el artículo 17 del Real Decreto-Ley 7/1996— hablaba de la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras que no cotizaran en el Primer Mercado de las Bolsas de Valores “*ni en ningún otro mercado secundario organizado*”. La inversión del capital-riesgo en sociedades con cotización en el Segundo Mercado —como Mercado secundario organizado— estuvo vetada, pues, de la misma forma en que lo estaba la inversión en las sociedades que cotizaban en el Primer Mercado. Con la LECR antes y después de la Ley Financiera aquella inversión halla vía libre; mas, pese a la previsión legal, el capital-riesgo no participa en las escasas sociedades cuyos valores están aún cotizando en el Segundo Mercado. El resto de posibles inversores, tampoco; con lo que ello implica en términos de iliquidez y de concentración de riesgos.

B) Capital-Riesgo: Inversión en el Nuevo Mercado

Al igual que en el Segundo Mercado, en el Nuevo Mercado la desinversión del capital-riesgo carecería de sentido sin la inversión continuada de las personas físicas o jurídicas inversoras. La inversión en el Nuevo Mercado podría ser también labor a desempeñar por el capital-riesgo. Capital-riesgo como desinversor e inversor en el Nuevo Mercado. Con la redacción del artículo 2.1 LECR, previa reforma de la Ley Financiera, se podía llegar a afirmar con

reparos que las ECR estaban facultadas para invertir en sociedades con cotización en el Nuevo Mercado; en el caso de que éste fuera entendido como Mercado —*rectius*, segmento de Mercado— distinto del Primer Mercado o Mercado de Valores principal y tradicional.

Con la redacción vigente del artículo 2.1 introducida por el párrafo primero del artículo 19 de la Ley Financiera no hay reparos a la hora de afirmar que las ECR pueden invertir en sociedades con cotización en el Nuevo Mercado porque ya no existe ninguna restricción para que continúe la inversión de las ECR en las empresas no financieras que, aun no cotizando en el instante de la toma de participación, coticen en el Primer Mercado de las Bolsas de Valores y en el Nuevo Mercado entendido como segmento (nuevo) de ese Primer Mercado. El capitalista en riesgo que ha invertido en la sociedad previamente a la admisión en el Nuevo Mercado puede decidir continuar. Puede, incluso, que deba continuar (si es accionista con una participación significativa) durante cierto tiempo en la misma por exigencias del compromiso adquirido de no disposición (cláusula *lock-up*), en los términos de la letra c) del apartado segundo de la norma cuarta de la *Circular 1/2000, de 9 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*⁽⁷⁸⁾. El Mercado de Valores no sería, entonces, una vía inmediata de desinversión para el capitalista en riesgo o, en otros términos, la desinversión del capital-riesgo no sería contemporánea a la admisión de la sociedad en el Nuevo Mercado⁽⁷⁹⁾. La relación del capital-riesgo con el Mercado de Valores es no sólo de desinversión sino también de inversión.

4. Capital-Riesgo: Financiación en el Mercado de Valores

¿Es también una relación de financiación la del capital-riesgo con el Mercado Bursátil? Obvio resulta decir que si los inversores buscan en el Mercado de Valores liquidez como medio para convertir de manera inmediata los valores de su cartera en dinero efectivo, los emisores buscan en él una fuente alternativa de recursos financieros. Una SCR, como sociedad emisora, puede financiarse en el

(78) BOE núm. 41, 17 de febrero de 2000, pp. 1528-1529 (RCL 2000, 465).

(79) Algo similar comentarían M. BERTONÈCHE y L. VICKERY (*Le capital risque...*, cit., p. 73), a los efectos de la interdicción de la legislación norteamericana de vender durante dos años la participación del inversor en las jóvenes compañías cuando a éstas les son admitidos a Bolsa sus valores. Asimismo, WALL, J. y SMITH, J. en: *Better...*, cit., p. 8. En términos más generales, para el caso de los Segundos Mercados, léase también GEOFFRON, P., *Le proces-*

(Primer) Mercado Bursátil principal⁽⁸⁰⁾. Una SCR, con una amplia cartera de entidades bajo su manto protector, cotizando en el Primer Mercado no es una hipótesis de laboratorio en nuestro Mercado Financiero; es una hipótesis que DINAMIA⁽⁸¹⁾ se encargó de convertir en realidad. Para el caso del Segundo Mercado el artículo 17 del Real Decreto-Ley 1/1986 —primera regulación de SCR y FCR— manifestó: “*Podrán cotizarse [SCR y FCR] en el Segundo Mercado de las Bolsas Oficiales de Comercio, cuando éstos se establezcan*”. No se encuentra ningún caso práctico análogo al de DINAMIA ni ningún precepto similar a ese artículo 17 del Real Decreto-Ley 1/1986 que permita expresamente la cotización de las ECR en el Nuevo Mercado. Varias preguntas sin respuesta fácil aparecen: ¿sería el silencio legal obstáculo para la cotización de sus valores en el supuesto de que reunieran las condiciones establecidas?, ¿podrían reunir las ECR las condiciones exigidas por la normativa del Nuevo Mercado a través de las empresas de alta tecnología y/o con alto potencial de crecimiento (núm. primero, ap. 2.º, Orden de 22 de diciembre de 1989) en las que participan?

V. CONSIDERACIONES FINALES

Las definiciones doctrinales de “capital-riesgo” habrán de acomodarse a la variación que incorpora el párrafo primero del artículo 19 de la Ley Financiera. La normativa ya se había acomodado, incluso con anterioridad a la publicación y entrada en vigor de la propia Ley Financiera. En efecto, el *Real Decreto 601/2002, de 28 de junio, por el que se regulan las bases y régimen de funcionamiento de la línea de apoyo a la capitalización de empresas de base tecnológica y se realiza la convocatoria de las ayudas a que se refiere dicha línea*⁽⁸²⁾, previendo el cambio a introducir por el tan citado artículo 19 párrafo primero de la Ley Financiera dispuso en su artículo 3.1.d), a los efectos de la concesión de préstamos a las ECR, que estas entidades inversoras habrán de participar en el capital de “*empresas que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores*”. El capital-riesgo es desinversión, inversión y financiación en el Mercado de Valores.

(80) De “medida óptima” lo calificaron CLAVER CORTES, E. y GÓMEZ GRAS, J.M.^a “Promoción empresarial...”, cit., p. 123 por los efectos beneficiosos que acarrea para los potenciales inversores: distribución del riesgo y dirección profesional.

(81) Por el hecho de ser DINAMIA —creada a finales de 1997 y participada al 50% por la firma española AB ASESORES y la británica ELECTRA INVESTMENT TRUST— la primera SCR que entró (el 16 de diciembre de 1997) a cotizar en el Primer Mercado (de la Bolsa de Madrid) el eco de su caso tuvo no poca repercusión tanto en los diferentes medios de comunicación como en la doctrina financiera. Vid., por todos, “La Bolsa en 1997. Una nueva etapa en la liquidez”, *Bolsa de Madrid*, 61 (diciembre 1997), pp. 20, 23-24; “Dinamia ofrece capacidad de gestión a los inversores”, *Bolsa de Madrid*, 61 (diciembre de 1997), pp. 62-64.

(82) BOE núm. 169, 16 de julio de 2002, pp. 25783-25799 (RCL 2002, 14078).

LOS REQUISITOS FORMALES DE LA LETRA DE CAMBIO Y EL ACTUAL MODELO OFICIAL

DR. D. JOSÉ LUIS PÉREZ-SERRABONA GONZÁLEZ

*Profesor Titular de Derecho Mercantil
Seminario Miguel Motos. Universidad de Granada*

SUMARIO

- I. PREMISA.
- II. REFERENCIA A LOS MODELOS ANTERIORES. LOS PRECEDENTES DE 1975 Y 1986.
 - 1. Modelo de 1975.**
 - 2. Modelo de 1986.**
- III. EL MODELO DE LA ORDEN DE 30 DE JUNIO DE 1999. EL MODELO VIGENTE.
 - 1. Las causas y la necesidad de su aprobación. Referencia a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre.**
 - 2. Las novedades formales del impreso. Una aproximación al nuevo ejemplar (su anverso y reverso).**
 - 3. Los requisitos del art. 1.º de la Ley Cambiaria y del Cheque (LCCh) y el nuevo modelo.**

RDBB núm. 90 / Abril-Junio 2003

- 4. Referencia al espacio para cláusulas.**
- 5. El nuevo modo de expresar la cláusula de aceptación.**
- 6. El reverso de la letra (las cláusulas de aval y endoso).**

- IV. EL PAPEL TIMBRADO CORRESPONDIENTE A SU CUANTÍA. LEGISLACIÓN FISCAL Y PROCESAL.
 - V. CONSIDERACIÓN FINAL.
-

I. PREMISA

Señala la Exposición de Motivos de la Ley Cambiaria y del Cheque (LCCh) ⁽¹⁾ que sus novedades comienzan por la *sencillez con que se delimitan los requisitos formales de los títulos regulados y el rigor con que se defiende la validez genérica de cada una de las declaraciones a ellos incorporados, aunque alguna de las demás esté afectada por vicios invalidantes*: la sencillez de sus requisitos, que se enumeran en su primer artículo, se completa con la tajante advertencia del segundo, que, para el documento que carezca de alguno de ellos ⁽²⁾, trae la consecuencia de la pérdida de su misma consideración como letra de cambio. Es la letra un título eminentemente formal, como desde antiguo señaló la doctrina, y como se ha puesto de relieve tras la nueva Ley, exigiéndose la forma escrita que tiene carácter constitutivo ⁽³⁾ para su propia validez. Ha señalado JIMÉNEZ SÁNCHEZ ⁽⁴⁾, para precisar que el carácter formal lo es de la letra de cambio y no sólo del libramiento o momento de creación de ésta, que “libramiento, aceptación, endoso y aval están configurados como negocios formales, entendiendo esta expresión referida a una doble exigencia constitutiva: la manifestación por escrito de la voluntad negocial del librado, aceptante, endosante y avalista, y la dación o entrega del título en el que se recoge dicha manifestación”, siendo la brevedad nota característica de cada una de estas declaraciones, y así su significado debe poder deducirse “de modo comprensible y unívoco para cualquiera” de su propia lectura o texto, y los requisitos

(1) Ley 19/1985, de 16 de julio, Cambiaria y del Cheque (BOE de 19 de julio de 1985).

(2) Con las tres conocidas excepciones que en el mismo se contemplan.

(3) Vid. IGLESIAS PRADA, “El libramiento de la letra de cambio” en *Derecho cambiario. Estudios sobre la Ley Cambiaria y del Cheque, dirigidos por Menéndez*, Madrid, 1986, p. 386.

(4) “La constitución de las obligaciones cambiarias. La creación de la letra de cambio”, *Derecho mercantil* (coordinación Jiménez Sánchez), Barcelona, 2002, pp. 44-45.

formales refuerzan la seguridad del tráfico, para cuya protección la letra es un documento especialmente útil ⁽⁵⁾.

Para la creación de la letra —y para todos los negocios posteriores— se exige, pues, una forma, un conjunto de requisitos formales que la dotarán de un contenido típico y legal, que en la mayor parte de las ocasiones se plasmará en un documento o modelo oficial, puesto que el legislador fiscal ⁽⁶⁾ establece la necesidad de que la letra se extienda en “el efecto timbrado de la clase que corresponda a su cuantía” (art. 37.1), sin que ello suponga que el título que no haya respetado esta norma tributaria pierda su carácter de letra de cambio, pues la validez de las declaraciones cambiarias no puede depender del cumplimiento de las obligaciones fiscales según la Ley Uniforme de Ginebra ⁽⁷⁾ y sólo le privará de su fuerza ejecutiva, conservándose las acciones ordinarias en el caso de que la letra no tenga timbre o éste sea insuficiente. No obstante, esta posibilidad de que las letras sean expedidas en papel no timbrado —sin dejar de ser letras de cambio— se presenta como remota, sobre todo, por la existencia de un modelo oficial de letra, confeccionado por la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre que será el que se use habitualmente en todos los supuestos de libramiento y creación de letras. Ese modelo oficial, si no *condiciona*, sí que *tipifica*, en la mayor parte de los casos, la plasmación de los requisitos formales, en un concreto título, puesto que al estar impreso y facilitarse con carácter único a todos los futuros libradores de las letras, deja poca posibilidad o margen para que los requisitos legales puedan ser incorporados al título de forma diversa. El modelo oficial cobra, pues, una gran importancia, especialmente desde el punto de vista práctico.

Nuestro comentario se dedicará, precisamente, al vigente modelo, aprobado en un momento de dudosa oportunidad y al modo de plasmarse en él los distintos requisitos de la letra, que de no seguir ese modelo oficial, no dejará de ser tal letra de cambio como hemos dicho; y no entraremos, más que como mera referencia, en el estudio detallado de estos requisitos que se recogen en la *Ley* y que se exigen para su propia validez, sin perjuicio de la existencia y reconocimiento de la letra de cambio incompleta, concepto que podrá abarcar varios

(5) ZURIMENDI ISLA, “Vicisitudes en el libramiento de letras de cambio: requisitos formales y letras incompletas”, *RDM*, 1999, p. 233, con cita de HUECK-CANARIS, *Derecho de los títulos-valor*, Barcelona, 1998, 6 VI, p. 92.

(6) Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre; Reglamento Real Decreto 828/1995.

(7) El tercer Convenio de Ginebra está referido precisamente al Timbre.

supuestos, como ha puesto de relieve ZURIMENDI⁽⁸⁾. Este modelo oficial colabora en dotar a la letra de una apariencia que no pueda ofrecer ninguna duda, no debiendo olvidarse que la mera apariencia prevalece en derecho cambiario sobre el mismo contenido de la voluntad⁽⁹⁾ y por eso debiera de ser una apariencia típica⁽¹⁰⁾.

II. REFERENCIA A LOS MODELOS ANTERIORES. LOS PRECEDENTES DE 1975 Y 1986

1. Modelo de 1975

La Orden de 31 de julio de 1975 aprobó un modelo oficial de letra de cambio que, sin alterar lógicamente su régimen jurídico⁽¹¹⁾, ni sus *requisitos formales* en sentido técnico⁽¹²⁾, supuso, sobre todo, una evidente modificación material del documento, que incorporó un espacio para inscripción magnética y

⁽⁸⁾ *Op. cit.*, donde llama letras incompletas a aquellas que, en el momento del libramiento, no tienen todos los requisitos exigidos por la Ley, pero distinguiendo, dentro de este concepto más general, y siguiendo la clasificación de PAZ ARES, "Las excepciones cambiarias", en *Derecho cambiario... Menéndez, cit.*, p. 334 y ss., distintos subtipos: si la letra continúa careciendo de alguno de esos requisitos en el momento de presentación al cobro, será una letra *informal*; si en el momento de esa presentación se han completado los que faltan, siguiendo los pactos de las partes, se estaría ante una *letra en blanco*; pero si se ha completado, sin que se hubiese pactado su *completamiento*, se trataría de una letra *incompleta*. *Vid.* el detallado estudio que de los tres subtipos de letra *incompleta* se hace en esta obra, tesis no seguida por toda la doctrina. *Vid.* GARCÍA-PITA, "La letra de cambio en blanco por carencia del librador", *RDBB* 6 (1982) pp. 460 y ss.; BOQUERA MATARREDONA, "La letra en blanco", *RDBB* 15 (1984), pp. 535 y ss. y, particularmente, SÁNCHEZ LERMA, *La letra de cambio en blanco*, Barcelona, 1999.

⁽⁹⁾ Principio ordenador de la forma de la letra en la *Ley Uniforme de Ginebra*, como recordaba el maestro GARRIGUES, *Tratado de Derecho mercantil*, II, Madrid, 1995, p. 332 y ss.

⁽¹⁰⁾ Por lo que se refiere a los requisitos formales, para no reincidir en esta cuestión, nos remitimos a nuestro trabajo "La amortización de la letra de cambio por extravío, sustracción o destrucción del documento en la Ley Cambiaria y del Cheque", *Diez años de Ley Cambiaria y del Cheque*, CGCO de Corredores de Comercio, Madrid, 1996, pp. 179-204 y, en concreto, pp. 186-188 y, especialmente, "Libramiento y forma de la letra de cambio", *Titulos-Valores. La letra de cambio, el pagaré y el cheque*, (Motos Dir.), Granada, 1993, pp. 27-80.

⁽¹¹⁾ Que se regía por las prescripciones del Código de comercio.

⁽¹²⁾ Pues no podía hablarse de una reforma formal ya que "los requisitos formales... vienen impuestos por normas legales de cuya vigencia y subsistencia se parte", como señaló OLIVENCIA en el *Dictamen* que emitió a instancias de las Cámaras de comercio de Andalucía Occidental, *Dictamen* que hizo suyo el Consejo Superior de Cámaras de Comercio.

redujo considerablemente sus dimensiones, suprimiendo, a la vez, grafismos ornamentales y desplazando el timbre al margen derecho para dejar completamente libre el lado izquierdo en el que, por primera vez, se incluía, ya impresa, la cláusula de aceptación. Aquella *reforma* del documento, que no era más que *epidérmica* como la llamó OLIVENCIA ⁽¹³⁾ supuso unos importantes cambios en la apariencia externa y documental de la letra, incluyendo algunas nuevas menciones y modificando o suprimiendo otras, circunstancias que fueron comentadas pormenorizadamente por POLO SÁNCHEZ ⁽¹⁴⁾ que calificó de “oportunidad perdida”, con una consideración muy crítica sobre la inclusión de las cláusulas de endoso y aval, impresas en el reverso, y más positiva sobre la incorporación —y la forma seguida para ello— de la aceptación, solución conveniente, a tenor del rigor del art. 477 y necesaria ⁽¹⁵⁾.

Este nuevo modelo se justificaba porque los usados hasta entonces no se adaptaban al lenguaje usual y debía de hacerse posible su tratamiento mecanizado y facilitar su utilización a las grandes empresas y supuso, finalmente, una significativa *reforma* del modelo oficial, porque los siguientes, con sus lógicas novedades y variaciones, han tomado causa de él.

2. Modelo de 1986

En 1986 se aprueba el nuevo modelo de los efectos timbrados utilizables para la extensión de las letras de cambio ⁽¹⁶⁾, lo que se hacía necesario por las modificaciones en la forma que había introducido la LCCh, según se señalaba en el *Preámbulo* de la norma, y dado que la emisión de estos títulos seguía sujeta a lo dispuesto en el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados ⁽¹⁷⁾. La nueva Ley, que

(13) En el citado Dictamen.

(14) POLO SÁNCHEZ, “La reforma del impreso oficial de la letra de cambio”, *RJC*, 1975 (n.º 3), pp. 493-513.

(15) Esta crítica, *op. cit.*, p. 506, se extiende a la exigencia de que, junto a la firma del librador, se consigne su nombre y domicilio, requisitos no exigidos por el Código, ni aun hoy, por la LCCh y que era previsible pudieran no completarse por el reducido espacio que se reservaba para ello y por no existir un recuadro, análogo al que se creaba para similares circunstancias del librado, sin que esa falta tuviera mayor significado puesto que no eran requisitos del Código. La crítica puede hoy suscribirse —tampoco la LCCh exige estos requisitos— pero el largo tiempo pasado desde su incorporación al texto, más de veinticinco años, ha hecho que se considere como algo asumible y que se complete, en la mayor parte de los casos, por los libradores de letras de cambio.

(16) Orden de 16 de abril de 1986, BOE de 17 de abril.

(17) Aprobado por el Real Decreto Legislativo 3050/1980, de 30 de diciembre.

entró en vigor el 1 de enero de 1986, supuso, en efecto, una significativa reforma, entre otras de gran interés, de modificaciones de los requisitos formales de la letra ⁽¹⁸⁾, ya anunciada en su Exposición de Motivos y la feliz ocasión ⁽¹⁹⁾ trajo consigo, como es lógico, un nuevo modelo ⁽²⁰⁾.

Resulta lógico que, ante la reforma sustancial llevada cabo por la LCCh, un nuevo modelo hubiera de ser aprobado y que en él pudiesen recogerse, con facilidad, los nuevos requisitos que, con cierta complejidad y hasta que los nuevos modelos estuvieron confeccionados, pudieron plasmarse en el de 1975, que siguió vigente hasta la aprobación definitiva del nuevo y siendo de posible utilización mientras existieron ejemplares disponibles. Sin embargo, no varió

(18) Para otras materias, *vid.*, por todos, POLO SÁNCHEZ, “Innovaciones fundamentales de la nueva Ley Cambiaria y del Cheque”, *RJC*, 1986 (4), pp. 877-904.

(19) Parece innecesario justificar el avance y la mejora que supuso, tras cien años de vigencia del Código de comercio, la incorporación de España, a las directrices y orientaciones de la regulación cambiaria derivada de las leyes ginebrinas, a las que con tantísimo retraso venía a sumarse el Derecho español tal y como había venido demandando, de forma unánime, toda la doctrina. Y no sólo por la existencia de un sistema, en cierto modo, *unificado* en el ámbito internacional, al que España no debía ser ajena, sino por la bondad del mismo ya que, como señaló SÁNCHEZ CALERO, “el método empleado para la elaboración de las leyes uniformes ginebrinas no fue el tratar de obtener una fórmula de compromiso que pudiese ser aceptada por todos los países, sino principalmente dominó la preocupación de redactar una Ley que pudiese satisfacer las necesidades del tráfico presente”. La desidia (LANGLE), la indiferencia (GARRIGUES), la simpatía al particularismo de nuestro Derecho (SÁNCHEZ CALERO) —*vid.* las citas de POLO SÁNCHEZ, *Reforma...*, *cit.*, p. 512— que retrasaron esta incorporación, hubieron de desaparecer en un año en el que, aparte de la opinión unánime citada, tantas veces puesta de relieve, nuestro país iba a incorporarse a la Comunidad Económica Europea, ese conjunto de Estados, en los términos de la Exposición de Motivos de la LCCh, “que están contribuyendo a llevar a la realidad el propósito, explícito por ejemplo en el artículo 3.h) del Tratado de Roma... de aproximar las legislaciones nacionales en la medida necesaria para el funcionamiento del Mercado Común”.

(20) No obstante, la Orden de 16 de diciembre de 1985 (BOE de 21 de diciembre de 1985) autorizaba a, provisionalmente y hasta que se emitiera un nuevo modelo, seguir usando el antiguo (el de 1975), consignando en él, y concretamente en el anverso, los requisitos del art. 1.º de la nueva Ley. Para otras menciones, que suponían una gran novedad como es la cláusula de devengo de intereses (art. 6.º de la LCCh), o la de exigencia de levantamiento del protesto (art. 51 de la LCCh) y otras, se permitía que se incluyesen en el reverso, si había espacio, o en el suplemento, porque en este modelo que se seguiría usando con ese carácter provisional no había unos lugares específicos para estas nuevas cláusulas. La citada orden hubo de disponer, igualmente, cómo se solventaba la posibilidad de que una letra se librara “no a la orden” y de cómo podía materializarse un endoso a favor de persona determinada, ya que en el ejemplar disponible estaba impresa la cláusula a la orden en los dos casos. Para el primero, que la letra se quisiera librar “no a la orden”, dispone la Orden que, a continuación de la cláusula se escriba “queda anulada la cláusula a la orden” (art. 2.º) indicando seguidamente el nombre del tomador, con lo que ello supone de falta de comprensión en una lectura literal; en cuanto al endoso, se resuelve el problema de idéntico modo.

fundamentalmente el nuevo modelo (la “reforma” había sido hecha en el ejemplar del 75), en el que desaparecen algunas menciones no necesarias, pero que, no obstante, conservaba algunas otras que ya no eran requisitos y de las que ni siquiera había mención en el nuevo texto legal. Quizás la más aparente novedad, aunque de poco contenido e interés, fuera la de haber sustituido el modo de expresar el mandato ⁽²¹⁾ de pago y la de haber incluido, sin duda por la presión bancaria, unas siglas ⁽²²⁾, para la domiciliación. La mayor simplicidad en los requisitos hace que desaparezca del texto impreso la cláusula “valor” (y, en su caso, el revalidador o dador de la valuta) así como el espacio para la eventual numeración de la letra y el destinado a la llamada cláusula casatoria que sólo había de rellenarse en caso de la existencia de duplicados. Aunque de tamaño ciertamente reducido, estimamos acertado que en el modelo del que hablamos se reservara un espacio (un simple renglón) para la inclusión de las cláusulas (prevista o no por la Ley) que encontrarán de este modo y en este preciso espacio, fácil lugar de inclusión, de forma homogénea.

III. EL MODELO DE LA ORDEN DE 30 DE JUNIO DE 1999. EL MODELO VIGENTE

1. Las causas y la necesidad de su aprobación. Referencia a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre ⁽²³⁾

La exigencia de que una letra de cambio se encuentre expedida en el papel timbrado que corresponda a su cuantía, como se sabe, es una exigencia del legislador fiscal y no, propiamente, de la Ley Cambiaria y del Cheque. De este modo y en este sentido, en la actualidad, la emisión de letras de cambio está regulada en el Texto Refundido de la Ley sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre) y su Reglamento (aprobado por Real Decreto 828/1995) ⁽²⁴⁾. Esta última norma establece que la creación y modificación de efectos timbrados se realizará a través de Orden del Ministerio de Hacienda. Pues bien, la Orden de 30 de junio de 1999 es la que aprueba, precisamente, el nuevo modelo de letra de cambio que comentamos. Dos son los motivos que

(21) “Al vencimiento que se expresa pagará usted en el domicilio... por esta letra de cambio... a la orden de...”, es sustituido por: “Por esta letra de cambio pagará usted al vencimiento expresado a...”.

(22) Código de Cuenta de Cliente (CCC) y Dígito de Control (DC).

(23) De Reforma de la Ley del Mercado de Valores.

(24) Arts. 33 y ss. de la Ley y 76 y ss. del Reglamento.

han llevado al legislador a aprobar el nuevo modelo ⁽²⁵⁾: la mejora técnica del modelo anterior, de una parte; y facilitar la utilización de la nueva unidad del sistema monetario español, el euro, permitiendo el pago de este impuesto en euros, lo que parece exigir que se incluya en el nuevo modelo un espacio que habrá de reservarse para expresar la moneda en que se libra la letra (“pesetas”, dice el art. 1.2), “o moneda extranjera convertible, admitida a cotización oficial”) y el importe del timbre (según la clase a que corresponda, según la cuantía de la letra), que se podrá indicar en pesetas o su equivalencia en euros, aunque luego en el modelo aprobado sólo se hace referencia al impuesto en pesetas, no quedando, en el mejor de los casos, más que un espacio para que se señale el equivalente en esta moneda común ⁽²⁶⁾. A nuestro juicio, cabe decir ya desde este momento, que podría haberse esperado a la fecha de 1 de enero de 2002, cuando ya sólo el euro fuese la moneda nacional, para llevar a cabo esta reforma o esta innovación que a poco ha conducido durante este tiempo, desde su aprobación hasta la fecha señalada. En la Orden se daba un plazo a la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre (encargada de confeccionarlos) para que los tuviera disponibles y fuesen distribuidos antes del 30 de octubre de 1999, advirtiéndose que los antiguos modelos —de 1986— podrían seguir utilizándose, manteniendo su validez hasta que quedasen agotadas sus existencias, con lo que, al menos durante algún tiempo, podrán haber convivido ambos. No era, por lo tanto, necesaria, por urgente, la aprobación del nuevo modelo, ni el antiguo ofrecía ningún problema de utilización, ante las nuevas circunstancias monetarias. Incluso en este tema de las fechas se da la curiosidad de que el plazo que se da a quien ha de confeccionarlos coincide con el del inicio de su distribución (a partir del 30 de octubre de 1999), mientras que se señala que son utilizables, sin embargo, “desde la fecha de la entrada en vigor de la presente Orden”, esto es, a los dos meses de su publicación en el Boletín Oficial del Estado, que tuvo lugar el 16 de julio del mismo año ⁽²⁷⁾.

En la actualidad, sólo pueden adquirirse estos modelos, para plasmar en ellos el contenido de la letra, la letra en su auténtico sentido, sin olvidar que, si

⁽²⁵⁾ Como señala expresamente en el preámbulo de la Orden.

⁽²⁶⁾ Espacio, en opinión de GARCÍA VILLAVERDE, que compartimos, por exclusión, al no existir otro, y con las mismas reflexiones críticas que él hace, *op. cit.*, pp. 2 y 3.

⁽²⁷⁾ Quizás antes de lo que había previsto. El tema no reviste mayor interés científico pero teniendo en cuenta que “la fecha de utilización es anterior a la fecha de distribución de los títulos” (*vid. GARCÍA VILLAVERDE, cit.*, p. 3), como hemos indicado, la previsión legal es, al menos, sorprendente. Y aún más cuando, una vez confeccionados los modelos, hay que distribuirlos, en lo que se empleará un tiempo que es difícil conocer (antes y aun después de haber tenido lugar efectivamente esa distribución), y siempre con la posibilidad, abierta sin fin, de que los antiguos puedan utilizarse siempre, pues mientras alguno haya, es evidente que no se habrán “agotado sus existencias”.

ésta no está expedida en el papel timbrado correspondiente, no dejará de ser letra de cambio, por más que una interpretación estricta de esta norma pudiera hacernos pensar lo contrario. En el supuesto —hipotético y, cada vez más, difícil, desde el punto de vista práctico— de que la letra estuviese expedida o librada en otro documento o soporte, que no hubiera respetado la obligación fiscal, no se vería privada, como sabemos, del carácter de letra, que siempre seguiría siendo, sino que, de nuevo por imperativo del legislador fiscal, perdería su fuerza ejecutiva, y no por el hecho de no haber usado el modelo oficial, sino por no estar librada en el impreso “correspondiente a su cuantía”, o sea, por no haber satisfecho el correspondiente impuesto. De este modo, una letra librada en cualquier documento, en cualquier soporte que admitiera la inclusión de los requisitos del art. 1.º de la LCCh —en un simple papel, por ejemplo, que recogiera los requisitos de ese precepto—, correría la misma suerte que una letra librada en el modelo oficial —éste aprobado por la Orden de 1999—, pero no en el que corresponde, en razón del impuesto, a la cuantía o montante de la cambial: el tenedor habría perdido la acción del juicio cambiario (ejecutivo) aunque, por no haber dejado de ser letra de cambio, seguiría conservando otras acciones cambiarias no ejecutivas (la acción declarativa u ordinaria).

La Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma del Mercado de Valores, en su Disposición Adicional 9, incorpora algunas modificaciones a la LCCh. De una parte, se añade un párrafo al artículo 2, en el que se señala “tendrán la consideración de cláusulas facultativas todas las menciones puestas en la letra distintas de las señaladas en el artículo precedente” (con lo que toda cláusula que no sea la del contenido mínimo del artículo 1 podría encajar en ese término “cláusula facultativa”, lo que es claramente criticable⁽²⁸⁾). De otro lado, el artículo 51 va a exigir, tras la reforma, que la cláusula de requerimiento o exigencia de protesto, hecha por el librador, tenga lugar precisamente “en el espacio reservado por la normativa aplicable a cláusulas facultativas”. Esta cláusula, inserta en ese desconocido lugar por el librador, no necesita una firma expresa de éste, diferente de la firma de libramiento (que ya abarcará toda la declaración), a diferencia de lo que ocurre, tras la reforma, con la misma cláusula puesta en el pagaré o en el cheque (por el librador de estos títulos). Pero es el caso que la “normativa aplicable” (sustantiva) nada dice a este respecto, por lo que la indicación legal es, cuanto menos, extraña, y en el modelo oficial (en los antiguos y en el nuevo de 1999) aprobados por una Orden ministerial, tan solo se reserva un espacio para “cláusulas”. Advierten JIMÉNEZ SÁNCHEZ y

⁽²⁸⁾ Se podría llegar a pensar que en ese concepto cabría incluir tanto las cláusulas potestativas —previstas o no por la LCCh— como las prohibidas e incluso las del endoso y el aval.

DÍAZ MORENO ⁽²⁹⁾, por todo ello, que debería incluirse en el modelo oficial de letra de cambio (en uno nuevo) un espacio concreto para las “cláusulas facultativas” —en el que habría de ir, en su caso, ésta del librador—, y, desde luego, que éste fuera de mayor tamaño que el existente ⁽³⁰⁾, cosa que no ha ocurrido, antes al contrario, en el que comentamos (para el que se hacía tal previsión), en el que el espacio para cláusulas es aún más reducido que en el modelo anterior, sin que se haya seguido la oportuna sugerencia de que se señalare, aunque fuese en virtud de una norma legal de ese rango “cláusulas facultativas” ⁽³¹⁾. Ninguna de estas sugerencias se han tenido en cuenta de modo adecuado en la aprobación del nuevo modelo que estamos comentando.

2. Las novedades formales del impreso. Una aproximación al nuevo ejemplar (su anverso y reverso)

Sin entrar en las especificaciones técnicas del nuevo modelo, que van referidas a su tamaño (que es idéntico al del modelo que viene a sustituir), tipo de papel, color de sus fondos y numeración (y descripción de los tipos de sus pólizas) ⁽³²⁾, sí hemos de indicar que todas las reformas que pueden encontrarse en el nuevo modelo han tenido lugar en el anverso y ninguna en el reverso. Queda éste, pues, de manera idéntica a como ya lo estaba en los ejemplares de 1986, sin que se haya aprovechado la ocasión para haber hecho en él algún tipo de variación. Y no sólo sigue igual; el reverso es el mismo; y con su misma grafía y formas que ya no se acomodan a las empleadas en el anverso. En éste ha tenido lugar la más importante y evidente modificación, que respeta en sus líneas generales la gran reforma (verdadera reforma) del impreso en el año 75. La principal razón de aquella reforma en opinión de POLO SÁNCHEZ ⁽³³⁾ era la de normalizar las dimensiones del formato (entonces demasiado grande) y permitir, de este modo, su tratamiento informático, lo que se lograba principalmente con cinco modificaciones que pervivieron en el formato de 1986 y ahora, de nuevo, en éste: reserva de espacios en blanco (en anverso y reverso) para

(29) “Apuntes de urgencia sobre las modificaciones introducidas en la Ley Cambiaria y del Cheque por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de Reforma del Mercado de Valores”, *RDBB*, 1998, pp. 1.067 y ss.

(30) En el momento de su acertada reflexión, el de 1986.

(31) Si bien lo que parece necesario es que una disposición sustantiva de rango legal establezca para los tres títulos la “reserva de espacio” a que hace referencia la LCCh. *Cfr.* JIMÉNEZ SÁNCHEZ y DÍAZ MORENO, *op. cit.*, p. 1079.

(32) Y que recoge pormenorizadamente le Orden ministerial, junto a una reproducción del nuevo modelo.

(33) *Cit.*, p. 493 y ss. *Cfr.* nuestra referencia en “La letra de cambio...”, *cit.*, pp. 71 y 72.

inscripción magnética, reducción de dimensiones, supresión de grafismos ornamentales (aunque alguno, de incidencia mínima y más técnico que ornamental puede encontrarse ahora), desplazamiento del timbre al margen derecho, e impresión del reverso con una cláusula de aval y otra de endoso.

Desde una mera consideración de la apariencia —nos referimos naturalmente al anverso— el nuevo modelo es bastante diferente al anterior, incluso diríamos que *peor*, habiéndose modificado, prácticamente, todos los recuadros existentes en el que hace desaparecer, y dando nueva forma o modo de expresión a algunos requisitos (importe a pagar, vencimiento, domicilio de pago, designación del librado...), perdiendo, a nuestro juicio, en claridad y en un adecuado uso de la lengua castellana. Del tenor literal de las menciones de una letra en este modelo, de su simple lectura, sería difícil concluir el derecho que incorpora, aunque se conozca, sin duda, por ser su contenido típico y porque la masiva utilización de estos títulos⁽³⁴⁾ lleva a que toda persona que pone su firma o toma estos documentos sepa, o haya de saber, que se encuentra ante una letra de cambio. Lo que más sorprende, sin duda, es que no se ha reservado el espacio izquierdo, como venía siendo una tradición secular, para recoger la declaración del librado, aceptando la letra mediante su firma en el ejemplar, lo que venía haciéndose de forma transversal, de abajo hacia arriba, y luego había consagrado el modelo que, por vez primera, incorporó, impresa, la cláusula del “acepto”. Ahora sigue impresa esa cláusula pero no en el mismo lugar. Para la aceptación, en el ángulo izquierdo inferior, y con un espacio que puede considerarse por completo insuficiente⁽³⁵⁾, se ha reservado un nuevo lugar, junto al destinado para señalar la identidad del librado, abandonándose ya la forma de la escritura que, en este formato será, como en otros ordenamientos y como sucede en el resto de las declaraciones y menciones, de izquierda a derecha. Señalamos esta circunstancia pero desde el convencimiento de que no tiene mayor importancia —desde el punto de vista jurídico— esta cuestión, ninguna quizás, aunque no deje de sorprender porque tampoco se conoce la causa de esta variación en la orientación mantenida desde antiguo y ello dado que ni siquiera la fórmula que ha escogido el impreso (el, por demás, lógico “acepto”) es requisito para la validez de tal declaración, y el aceptante pudiera usar otra equivalente

(34) Si bien es cierto que su importancia en nuestros días es menor, no debe olvidarse que, según ha señalado ADAN DOMENECH, “El proceso cambiario en la nueva LEC”, *Iuris*, p. 34, “la realidad cotidiana de los tribunales y juzgados acredita que más de una cuarta parte de los pleitos civiles que en ellos se sustancian son procesos cambiarios”. A pesar de la utilización, cada vez más frecuente, de otros instrumentos que cumplen, incluso de mejor manera, las funciones que tenía atribuida la letra, “desde luego continuará ocupando en el futuro previsible un lugar de primer orden en el mercado crediticio”, según señala JIMÉNEZ SÁNCHEZ, “Los títulos a la orden, la letra de cambio”, *Derecho mercantil, cit.*, p. 31.

(35) Cuando no ridículo por ínfimo.

o incluso ninguna, tratándose del anverso, en el que la simple firma del librado —difícilmente podrá estamparse en otro espacio que no sea ése— equivale a la aceptación ⁽³⁶⁾. Tan sólo, pues, será precisa una fórmula que denote la voluntad efectiva de obligarse por parte del firmante, si la declaración se hace en el reverso o incluso en el suplemento ⁽³⁷⁾.

Por último, cabrá decir en esta simple aproximación al nuevo modelo que, con alguna excepción (espacios para el lugar de libramiento, indicación del Código de Cuenta del Cliente y para la especificación de la moneda) el espacio disponible para cada una de las menciones legales, tanto para los requisitos mínimos de la letra (los del art. 1.º), como para las posibles cláusulas (previstas o permitidas), se ha visto considerablemente mermado, sin que exista una justificación para ello. La necesaria claridad que han de tener estos documentos, éste en concreto, se verá aminorada por cuanto será necesario escribir en distintos tamaños o tipos de letras (como sucede en el propio texto impreso) para que puedan incorporarse, de una manera completa, las sucesivas declaraciones ⁽³⁸⁾, lo que sólo puede traer consecuencias negativas ⁽³⁹⁾.

3. Los requisitos del art. 1.º de la Ley Cambiaria y del Cheque (LCCh) y el nuevo modelo

Los requisitos de la letra han sido sistematizados por la doctrina que distingue entre esenciales y naturales ⁽⁴⁰⁾ o entre condiciones materiales fundamenta-

⁽³⁶⁾ Art. 29 LCCh.

⁽³⁷⁾ Ya manifestábamos nuestra posición favorable a que la aceptación pudiese llevarse a efecto en el suplemento de la letra en “La nueva forma de la aceptación de la letra de cambio en la Ley Cambiaria y del cheque”, *Revista de la Facultad de Derecho de la Universidad de Granada*, n.º 11, 1986, pp. 193 y ss., aunque aquellas cautelas que se ponían de manifiesto al tratar esta cuestión (“Es difícil pensar que existiendo este específico lugar, la aceptación se escriba en otro y sólo en el caso de que no fuese suficiente el anverso y el dorso para recogerla... será válida la aceptación en el suplemento, que, desde luego, no es aceptación en documento separado sino aceptación en un documento que sirve de base y soporte a una parte de la letra y que, con el efecto timbrado, constituyen el título”, p. 194), no podríamos suscribirlas hoy completamente pues, con mayor argumento para nuestra posición de entonces —y de ahora— será muy difícil, a veces imposible, llevar a cabo una aceptación, haciendo uso de las posibilidades (aceptación parcial, intervención en la aceptación, declaración de no aceptación o equivalente del protesto...) en ese espacio.

⁽³⁸⁾ Habrá que usar, dice muy gráficamente GARCÍA VILLAVERDE *cit.*, p. 5, a propósito de la aceptación, “letra microscópica”.

⁽³⁹⁾ Y así será difícil distinguir si una mención concreta ha sido interpolada o por quién lo ha sido.

⁽⁴⁰⁾ SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones de Derecho mercantil*, Madrid, 1986, pp. 338-345, citándose la primera edición tras la aprobación de la LCCh.

les y circunstancias temporales y locales ⁽⁴¹⁾. Partiendo de la base de que la letra de cambio es una declaración que necesariamente deberá adoptar la forma escrita, que tiene carácter constitutivo, analizaremos los requisitos legales y su inclusión o acomodación al nuevo modelo, sin respetar el orden establecido por el artículo 1 de la LCCh ⁽⁴²⁾, sino el que, previsiblemente, podría seguir un librador de una letra de cambio al completar un modelo vigente, trasladándole el negocio, con los intervinientes en él, que le ha llevado a crear esa letra, con cuyo texto, impreso y por completar, se encuentra.

— Lugar y fecha de libramiento de la letra (art. 1.7)

No existe variación en cuanto al espacio o recuadro que se destina a recoger el lugar de libramiento pero sí en lo referente al otro elemento de la data, a “la fecha de libramiento”, de tanto interés para conocer el momento mismo de creación de la letra, capacidad del librador, ley aplicable, etc. Abandonando el tradicional sistema de reservar un espacio (en las letras hasta el modelo de 1986) o el mismo enmarcado en un recuadro, se hace ahora, en el nuevo modelo, con seis casillas, para incluir en ellas el día (las dos primeras casillas), el mes (las dos segundas) y el año (las cuatro últimas). Es evidente que, a partir de ahora, la forma de señalar la fecha de libramiento se acomodará a la exigencia de que figure día, mes y año (fórmula que utilizaba nuestro Código de Comercio en el 444), sin que sea posible la designación del mes más que adjudicándole un número a cada uno de los que componen el año.

Nos parece acertado que se haya mantenido la separación del lugar de libramiento y de la fecha en que éste tenga lugar, aunque ambas circunstancias se encuentran como uno sólo de los requisitos del art. 1.º de la LCCh (n.º 7), como ya se hacía en la letra de 1986, si bien consideramos igualmente que, de una parte, la fecha debiera estar más próxima al lugar, siendo ambas las circunstancias del libramiento; y de otra, desde luego, sí que resulta inadecuado el espacio que ocupa, porque rompe, en gran medida, el sentido lógico de la escritura y de la propia idea que expresa el librador que dirige al librado el

(41) Cfr. IGLESIAS PRADA, “El libramiento de la letra de cambio”, *Derecho cambiario* (dir. Menéndez), Madrid, 1986, p. 338.

(42) Que no sigue, en su enumeración, ningún criterio clásico: “La letra de cambio deberá contener: 1.º La denominación de letra de cambio inserta en el texto mismo del título expresada en el idioma empleado para su redacción. 2.º El mandato puro y simple de pagar una suma determinada en pesetas o moneda extranjera convertible admitida a cotización oficial. 3.º El nombre de la persona que ha de pagar, denominada librado. 4.º La indicación del vencimiento. 5.º El lugar en que se ha de efectuar el pago. 6.º El nombre de la persona a quien se ha de hacer el pago o a cuya orden se ha de efectuar. 7.º La fecha y el lugar en que la letra se libra. 8.º La firma del que emite la letra, denominado librador.”

mandato de que “por esta letra de cambio pagará usted al vencimiento expresado a...”, sin que suponga nada positivo, antes al contrario, que entre la expresión “letra de cambio” y el mandato, propiamente dicho, se encuentre la fecha de libramiento (e incluso el propio “vencimiento”).

— Indicación del vencimiento (art. 1.4).

Precisamente sobre este requisito, el vencimiento, que debe indicarse en el ejemplar, poco cabe decir en cuanto al nuevo modelo oficial. Se deja en él un pequeño recuadro en el que habrá de ser incluida cualquiera de las cuatro fórmulas a que autoriza la Ley, siendo el espacio ligeramente más pequeño que el del modelo anterior⁽⁴³⁾, aunque lo estimamos suficiente si el contenido de la letra se mecanografía o se rellena por algún procedimiento telemático, pero exiguo si se va a escribir a mano, en efecto, lo que puede llevar a tener que utilizar un tamaño de letra de escritura diferente al empleado en el resto del documento. Pero no resulta esto excesivamente extraño pues ya en el modelo nuevo encontramos, sin que el tema revista una importancia mayor, diversos —quizás, en exceso— tamaños y tipos de caracteres en las expresiones impresas tanto en mayúsculas como en minúsculas, sin criterio uniforme. No ha de olvidarse, sin embargo, que este modelo que estamos analizando trae su causa del de 1986, que a su vez la traía del de 1975, que sí supuso una gran novedad desde el punto de vista formal —no de su régimen jurídico, que necesitó diez años más— y que encontró su razón o causa en que “los efectos timbrados hasta el momento, se encuentran redactados en forma que no se adaptan al lenguaje usual, lo que hace conveniente la revisión de su texto, haciéndolo lo más claro posible”. Si en aquel momento la doctrina no se mostró excesivamente optimista en relación con la reforma⁽⁴⁴⁾, cabría repetir en este momento esa opinión.

— El mandato de pagar una suma determinada (art. 1.2) en pesetas o moneda extranjera convertible, admitida a cotización oficial.

El mandato de pagar una suma se expresa de la misma forma que en el modelo anterior: “pagará usted”, orden que dirige el librador al librado y que ha

(43) Señala GARCÍA VILLAYERDE, *cit.*, p. 4: “por fortuna, en la actualidad el vencimiento suele fijarse mediante la expresión de fecha fija o determinada, porque las demás previstas por la Ley podrían necesitar también de una reducción de la letra con que se escribe para que cupieran en el espacio que actualmente se les asigna”.

(44) POLO, *cit.*, p. 65, “sí, por el contrario, prudentemente escéptico de la utilidad y comprensión de las reformas llevadas a cabo”. Entendía POLO, *ibidem*, que la razón exclusiva era la de permitir que se pudiera someter a tratamiento magnético mediante ordenadores electrónicos.

de tener como contenido una suma de dinero determinada en euros —actualmente, al tratarse de la moneda nacional— o en moneda extranjera convertible admitida a cotización oficial. La cantidad que se ha de pagar, el importe o suma determinada en la forma que señalaba, en su origen, el precepto, es, en cierto modo, una de las dos causas o motivos que han traído como consecuencia la reforma del modelo. De este modo, señala la Orden de 30 de junio de 1999, que comentamos, que “la introducción del euro... aconseja la aprobación de un nuevo modelo... que... incluya un espacio reservado para especificar la moneda en que se libre la letra”⁽⁴⁵⁾.

En el nuevo ejemplar se dedican dos espacios, como era habitual, para incluir la suma, una en el propio texto que, tras el correspondiente para designar al tomador, indica “la cantidad de”, advirtiendo que debe reseñarse el importe en letra, sin que, como sabemos, sea necesario hacerlo en esta precisa forma, ni por partida doble —en letra y guarismos—. Tradicionalmente en los dos renglones sombreados que el antiguo formato incluía a este propósito se escribía en letra la cantidad, mientras que en el recuadro junto al timbre (en el que se señala “importe”) se hacía constar en número. Ahora ocurrirá lo mismo, aunque curiosamente debe destacarse que en el nuevo modelo el espacio es mayor que en el anterior y ahora sólo hay que señalar el importe —escuetamente— y no la moneda en que se ha de pagar, porque para ello se ha consignado un nuevo espacio, que precede al que comentamos y que, en pura lógica, debiera ir detrás de él. Y en este mismo sentido, debe decirse que, al igual que en el espacio en el que la cantidad irá escrita en letra se hace esta aclaración, lo lógico sería (aunque no haga falta para que quien complete la letra sepa cómo hacerlo) indicar que en ese espacio ha de hacerse constar en número o guarismo. Moneda en que se ha de pagar y suma concreta figurarán, así, junto al lugar de libramiento.

Pero, a nuestro juicio, no representa una gran novedad este espacio para consignar la moneda concreta, porque también había de incluirse en el anterior, si bien junto a la cifra, y es indiferente, a este efecto, la aparición de la Ley 46/1998, de 17 de diciembre, de introducción del euro, aunque desde primero de enero del año 2002 sea la única moneda oficial de España (aunque ha podido convivir con la peseta en las diferentes transacciones hasta el 28 de febrero de ese mismo año).

— La denominación de “letra de cambio” (art. 1.1) y el nombre de la persona a quien se ha de hacer el pago o a cuya orden se ha de efectuar (art. 1.6), menciones que no han sufrido alteración alguna.

(45) “Y el importe del timbre, tanto en pesetas como en su equivalente en euros, para facilitar la utilización de la nueva unidad del sistema monetario español en el tráfico mercantil, permitiendo el pago del impuesto en euros”.

La denominación de “letra de cambio”, que ha de estar inserta en el texto mismo del título y en el idioma utilizado para su redacción, es una auténtica cláusula cambiaria que permite distinguir la letra de cualquier otro mandato de pago y de cualquier otro título. Ya figuraba impresa en el modelo anterior y, de la misma forma e iniciando el texto del mandato (“por esta letra de cambio pagará usted”) se ha conservado en el modelo vigente.

Tampoco ha sufrido modificación el modo de designar al tomador, que deberá incluirse en el espacio que, para ello, se deja expresamente en el modelo. La designación del tomador se hará con su nombre y apellidos —o su denominación o razón social—, pues no están permitidas las letras al portador. De nuevo se comprueba que la cláusula “a la orden” no está impresa y, por ello, la mayoría de las letras de cambio, a no ser que el librador añada “a la orden de”, aparecerán externamente como si se tratara de títulos nominativos, aunque no existe ninguna dificultad en que se transmitan por endoso, como si fueran a la orden, porque, en efecto, lo son ⁽⁴⁶⁾.

— El lugar en que se ha de efectuar el pago (art. 1.5).

Por lo que se refiere a la domiciliación —cláusula necesaria en la letra, aunque pueda ser suplida—, hay, en el nuevo modelo, modificaciones que han mejorado el anterior. El modelo del 86 se refería a “Persona” o “entidad” e, inmediatamente después, “dirección”, en el correspondiente recuadro. En el nuevo se repite “persona” o “entidad”, facilitándose la llamada domiciliación perfecta en la que no sólo se domicilia la letra, sino que se designa a una persona, el domiciliatario, a quien ha de reclamarse el pago; si éste es un banco, lo cual ocurrirá muy frecuentemente, tiene sentido la doble indicación de persona y entidad, puesto que abarca las dos posibilidades. Tras ello, es preciso indicar la dirección, término que ya incluye al de población que, a mayor abundamiento, también se solicita. Y ello tanto si la domiciliación es perfecta, como si no lo es, o sea, si se trata de una letra en la que se designa un lugar concreto de pago (domiciliación imperfecta), sin domiciliatario. Por eso, junto a “dirección” se advierte “oficina”. La mayoría de las letras de cambio están domiciliadas, como hemos dicho, y un número considerable de ellas en una entidad

(46) Vid. nuestro trabajo “Libramiento y forma...”, *cit.*, p. 45, donde decimos que la Ley, conceptualmente, así las considera. *Vid.*, igualmente, el art. 14 de la Ley, donde dice que “la letra de cambio, aunque no esté expresamente librada a la orden, será transmisibile por endoso”, siendo preciso para que no se pueda transmitir de este modo, que el librador lo haya hecho constar en el propio documento, mediante las palabras “no a la orden” o una expresión equivalente, lo que viene a concluir que para que una letra no sea “a la orden” —y, por ello, no pueda ser transmitida por endoso— hace falta que el librador, expresamente, le haya privado, haciéndolo constar en la misma, de ese carácter.

bancaria. Por eso consideramos adecuada la solución del nuevo modelo que completa la anterior, y que en ambos casos concreta el domicilio de pago⁽⁴⁷⁾. Pero no acaba con ello, en el modelo, la domiciliación, puesto que en un recuadro situado a la derecha se deja un espacio para el Código de Cuenta del Cliente (CCC). Señala GARCÍA VILLAVERDE⁽⁴⁸⁾ que el recuadro de la izquierda (el que acabamos de analizar) podría tener tres funciones: utilizarse para una domiciliación perfecta no bancaria (persona, dirección y población); para una domiciliación imperfecta (dirección y población) o para una domiciliación perfecta en entidad bancaria; pero el hecho de ser extraordinariamente frecuente la domiciliación bancaria de estos efectos y la propia presión de la banca, lógica por otra parte, ha hecho que se prevea en el modelo que, para el caso de que se haya dado la tercera posibilidad, la domiciliación completa bancaria, en vez de utilizar la fórmula de designar la entidad, la oficina y la población, se opte en una forma abreviada de todo ello, por el llamado Código de Cuenta del Cliente (CCC) que puede usarse junto con aquélla. Así los clásicos veinte dígitos servirán, sin necesidad de más datos, para designar la entidad (los cuatro primeros), la oficina (los cuatro segundos), el Dígito de control (los dos que siguen) y, por último, el número concreto de la cuenta. La ambigua exigencia del art. 1.º de la Ley (n.º 15), “lugar en el que se ha de efectuar el pago”, queda de nuevo completado en el modelo oficial, aunque no se trata de una auténtica novedad, sino más bien de un perfeccionamiento del anterior modelo que también dejaba espacio para el CCC y, aunque éste podía completarse, no podía hacerse en la forma que habitualmente emplean las entidades de crédito y que se resume en los veinte dígitos comentados, colocados en la forma en que ahora se hace.

Pero no queremos finalizar el comentario de este requisito sin advertir que hubiese sido más conveniente que la expresión “en el domicilio de pago siguiente” no estuviese impresa sobre el CCC sino antes de la cláusula de domiciliación y ya que hemos distinguido en nuestra explicación entre derecha e izquierda del ejemplar, precisamente la derecha hubiese sido el lugar adecuado para tal expresión y tras ella la domiciliación, da igual ahora que perfecta o imperfecta, y con un sistema de designación de la entidad bancaria, en su caso, en la que se individualice cada dato o bien la fórmula bancaria de los veinte dígitos. Pero la solución adoptada nos parece, en cuanto a su estructura o colocación física, errónea y, una vez más, se deteriora el sentido del mandato contenido en la letra.

(47) Señalando el art. 92 de la LCCh que por domicilio ha de entenderse “dirección o residencia”, mientras que por “lugar” la localidad o población. El art. 2.º exige, concretamente, “lugar de pago”, por lo que el texto de los modelos lo mejora y hace más útil la exigencia legal.

(48) *Op. cit.*, p. 4.

— El nombre de la persona que ha de pagar, denominada librado (art. 1.3).

Por lo que atañe a la designación del librado (“el nombre de la persona que ha de pagar, denominado librado”) se han ampliado las menciones que requiere el modelo, pues frente a la mera reclamación de “nombre y domicilio del librado”, en el nuevo modelo un espacio queda rotulado de ese modo —librado— y se dejan varios espacios para su nombre (entendido, naturalmente, como nombre y apellidos o como razón o denominación social en el caso de sociedades) o, mejor, como palabra o palabras que distinguen a una persona de otra, individualizándole; su domicilio, la población, el CP y la provincia. Tanto dato no exigido por la Ley, que sólo reclama la identificación del librado, su nombre, servirá para su localización, en caso de que sea necesario y la letra no esté domiciliada. Pero no ha de olvidarse que un domicilio junto al nombre del librado sólo es necesario cuando la letra no tenga un concreto y específico domicilio de pago en la cláusula de domiciliación. Nos parece, por ello, prolija en exceso la información que, por útil que sea, proporcionará este cuadro, pero que impedirá casi por completo la posibilidad práctica de girar la letra contra dos o más librados que contempla el art. 3.º de la Ley (art. 4.º) advirtiendo (art. 31) que podrá presentarse, para su pago, a cualquiera de ellos “a menos que indique claramente lo contrario”. Pues bien, esta indicación del librador es imposible de hacer en el espacio correspondiente, especialmente si éste ha sido completado en su integridad.

— Firma del que emite la letra, denominado librador (art. 1.8).

Finalmente, en el ángulo inferior derecho del nuevo impreso, habrá de figurar la firma del librador que se reclamaba ya, en el texto impreso, desde el modelo de 1975 ⁽⁴⁹⁾ junto a su nombre, una vez más habría que decir nombre y apellidos, y su domicilio que, con ser dos circunstancias de interés, no son recogidas ni exigidas por la Ley, como tampoco lo eran en el Código de comercio, por más que el librador sea el primer obligado y en el supuesto (de nuevo, teórico) de que la letra no sea aceptada ni endosada, el obligado y responsable único. Se repite en el nuevo modelo el reclamo de estos tres datos —debiendo destacarse en este punto la importancia primordial de la firma, único requisito exigible en este punto, y aún más, para la propia existencia de la letra— que son precedidos de la expresión “librador”, por supuesto, innecesaria.

(49) Se dan por reproducidos los comentarios de POLO, *op. cit.*, p. 506.

4. Referencia al espacio para cláusulas

De nuevo se contiene un espacio para “cláusulas” que poco éxito tuvo, desde el punto de vista práctico, en el modelo anterior. Pero un amplio catálogo de cláusulas previstas en la Ley (la de intereses, la de fijación de plazo para la presentación o prohibición de presentación, la cláusula “sin gastos” o “sin protesto”, incluso la de designación de indicatario y otras) o no previstas (las antiguas cláusulas “valor” o de numeración, en algunas más)⁽⁵⁰⁾ exigen un espacio mayor, que no puede limitarse al renglón sombreado del modelo del 86 y al escaso medio renglón del nuevo modelo, que ya hemos comentado. Si el espacio concreto, y por ello se incluyó en el texto, trata de evitar el encontramos con una letra en la que en muy diversos y dispares lugares, se hayan hecho constar las correspondientes cláusulas, caso de que en una letra haya varias, habrá que ensayar el incluirlas en otros espacios no reservados expresamente a este fin, sin que en nada afecte ni a la validez de la letra, ni a la de la propia cláusula⁽⁵¹⁾ y ello sin perjuicio de que tanto en el acepto, como en el endoso, podamos encontrar nuevas cláusulas señaladas por el librado aceptante y por el endosante⁽⁵²⁾.

Hubiese sido conveniente que este espacio fuera algo mayor, lo que evitaría la frecuente situación de poder encontrar documentos que incorporan todo tipo de cláusulas, en cualquier lugar o espacio del mismo y sin ningún criterio. De hecho, se ha imposibilitado la inclusión de la cláusula casatoria en el supuesto de pluralidad de ejemplares, hoy extraordinariamente raro pero que, de existir, encontraría grandes dificultades de poder incluirse (y, de hacerlo, no podría ser en ese breve espacio)⁽⁵³⁾ y ello obligaría a la ampliación del documento mediante la incorporación del suplemento al que se refiere el art. 13 LCCh⁽⁵⁴⁾. Ya hemos recogido la opinión de JIMÉNEZ SÁNCHEZ y DÍAZ MORENO, que compartimos y que proponen hasta cuatro posibles redacciones

(50) Vid. GÁLVEZ DOMÍNGUEZ, “Régimen de las cláusulas facultativas en la Ley Cambiaria y del Cheque”, *La Ley*, n.º 5158, 10 de octubre de 2000, pp. 6 y ss.

(51) Imaginemos que el librador quiere, en una letra girada a un plazo desde la vista, limitar el tiempo de presentación a la aceptación en una letra en la que se ha fijado una cláusula de intereses, que se ha consignado en su correspondiente lugar. No será extraño que el librador haga constar esta limitación ante su firma.

(52) Si bien GARCÍA VILLAVARDE, *op. cit.*, considera que el lugar para estas cláusulas es el destinado a la aceptación.

(53) Esta posibilidad de hacer duplicados de la letra se contempla en los arts. 79 a 81 LCCh.

(54) Hoy, desde luego, por completo en desuso.

para el artículo 51 de la LCCh ⁽⁵⁵⁾. Cualquiera que sea la elegida, supondría una adecuación o reforma del modelo vigente.

5. El nuevo modo de expresar la cláusula aceptación

La reforma del 75, que trató, como ya hemos dicho, de aproximar la letra de cambio a los usuarios de los títulos, esto es, de hacerlos más comprensibles y adaptados al lenguaje usual, trajo, como novedad que quiere destacarse, una doble circunstancia: se incorporó, impresa, la cláusula de aceptación de la letra, en el lugar y con la forma en que se venía realizando autógrafamente, o sea, en el lado izquierdo del modelo (habiéndose trasladado el timbre al derecho) y transversalmente, de abajo a arriba. De otra parte, sin perjuicio de que la firma del librador, sin necesidad de ningún tipo de indicación o señal, figurase en la parte inferior derecha, bajo toda la declaración, porque es su lógica ubicación, en aquella ocasión se reclamó la firma, nombre y domicilio del librador, lo que se mantuvo en el modelo del 86 y, ahora, en el de 1999, aún más reducido el espacio para ello y con la designación genérica que, una vez más, consideramos superflua de “librador” y ello porque —sin perjudicar el texto— no parece necesario ni aporta nada a los firmantes como libradores, que conocen su posición jurídica, ni a los sucesivos tenedores, ni al librado. Cualquier documento —y, entre ellos la letra— es suscrito por alguien que firma al final del texto y que no necesita este tipo de identificaciones ⁽⁵⁶⁾.

Conviene preguntarse con GARCÍA VILLAVARDE ⁽⁵⁷⁾ por qué no se exige para el librador la población, el CP y la provincia, como se hace para el librado, sin olvidar, desde luego, que en muchos casos, la importancia es desigual, puesto que el librador suele completar los datos del librado que no tendrán un interés especial si la letra está domiciliada, pero que adquieren particular protagonismo, caso de no estarlo, pero útil en ambos casos a efectos de notificaciones.

La gran novedad del impreso del 75 fue la incorporación impresa de una serie de cláusulas —aceptación, aval y endoso— relativas a negocios cambia-

(55) *Vid. op. cit.*, pp. 1.092-1.096.

(56) Es verdad que la Ley señala que en la letra debe figurar la “firma del que emite la letra, denominado librador” y que, de igual forma que en el ejemplar se indica junto al nombre de la persona que ha de pagar “librado” —lo que, por otro lado, podría hacerse con la misma grafía o tipo de letra— pero, de argumentarse de este modo, faltaría esa coherencia en el caso de que en el espacio que hay para incluir el nombre de la persona a que se ha de hacer el pago se señale “tomador” y cabría decir algo parecido en el caso de los avales y del endoso.

(57) *Cit.*, p. 5.

rios posteriores al libramiento y no existentes o no necesarios en toda letra de cambio. Entre ellos, principalmente, la aceptación, y ello porque con la incorporación de tal cláusula, estando impresa en el documento la expresión “Acepto”, quedaba resuelta desde un punto de vista práctico la polémica sobre la correcta interpretación del artículo 477 del Código de Comercio que para unos exigía la utilización precisa del término “acepto” o “aceptamos” que, en todo caso, tendría carácter sacramental, lo que impediría sustituirlo por cualquier otra; para otros, tal fórmula podía ser sustituida por otra equivalente que evidenciara la voluntad de obligarse del librado (aceptante); e incluso la tesis más flexible, sostenida por algún sector doctrinal, para el que bastaba la firma del librado en la parte que tradicionalmente se usaba para aceptar —la parte izquierda del anverso— para que quedara obligado sin necesidad de utilizar o suscribir fórmula concreta alguna⁽⁵⁸⁾. Propuso POLO SÁNCHEZ que se imprimiera verticalmente (en la forma habitual) la fórmula “Acepto” o “Aceptamos” y quedaría resuelta la cuestión. Así se hizo, en efecto, en el modelo de 1975, lo que se conservó de idéntico modo en el del 86, sin que ello afectara para nada a las letras que no se hayan aceptado o no se vayan a aceptar⁽⁵⁹⁾, puesto que lo importante y trascendente —tras la reforma de manera más absoluta, si cabe— era la firma del librado aceptante que estampaba bajo la fecha de aceptación y la fórmula ya impresa.

La *Ley*, como sabemos, flexibiliza la fórmula de aceptación indicando que ésta deberá escribirse en la letra y se expresará mediante la palabra “acepto” o cualquier otra equivalente e irá firmada por el librado. No tiene mucho sentido, a la vista del modelo actual⁽⁶⁰⁾, plantearse ahora qué expresiones pudieran ser equivalentes, pues está impresa la expresión o palabra “Acepto”, lo que evita cualquier duda. Es más, la simple firma del librado en el anverso de la letra equivale a la aceptación, concluye el primer párrafo del art. 29. Y tampoco habrá ya simple firma, pues lo lógico es colocarla, plasmarla, en su lugar correspondiente.

Pero en el ejemplar que comentamos sí hay alguna novedad en cuanto a esta forma. Lo más evidente es que se ha abandonado el tradicional espacio a la izquierda de la letra, que en toda su extensión se usaba para la aceptación tanto en las letras más recientes, como en las más antiguas (con dibujos, alegorías e incluso el propio timbre). En el nuevo modelo un minúsculo espacio, más pequeño aún que el destinado al librador, se ocupa, en el ángulo inferior izquierdo, de la aceptación. Y además con escritura de izquierda a derecha, horizontal-

(58) *Cfr.* nuestro trabajo “La forma...”, *cit.*

(59) Como compartía la mejor doctrina. *Vid.* POLO (y OLIVENCIA, citado por POLO).

(60) Y del de 1986 o el de 1975.

mente —como en el resto de la letra— y no en forma vertical o transversal, como era usual o, al menos, práctica secular. Quizás sea el dato que sorprende más a primera vista pues es el que hace que la apariencia externa de la nueva letra se configure de un modo diferente.

Tras la palabra “acepto” se ha suprimido un pequeño renglón (que en los antiguos ejemplares estaba punteado) cuya función era la de recoger la aceptación parcial, en cuanto a la cantidad se refiere, tal y como prevé el art. 30⁽⁶¹⁾. Y más difícil aún será que en ese espacio pueda ir “la declaración que conste en la propia letra, firmada y fechada por el librado, en la que se deniegue la aceptación...”⁽⁶²⁾, declaración que habrá de ir en el reverso o en el suplemento por razones de espacio. Poco se consigue con la supresión de esta línea punteada, pues es verdad que ya no cabrá la inclusión de expresiones como “cantidad, vencimiento y domicilio”, clásicos por su reiteración en la mayoría de las letras, aunque poco útiles ciertamente, pero que en nada perjudicaban a la declaración solemne y trascendente del librado que, no obstante, si introducía o incorporaba algún tipo de modificación —diferente a la limitación de cantidad—, sin perjuicio de que quedara obligado en los términos de su declaración, de su aceptación, se entiende a todos los efectos que se negó a aceptar. Con el nuevo modelo, como decimos, es muy difícil poder incluir esas expresiones⁽⁶³⁾ y cualquier modificación en la aceptación. Pero aún debe añadirse algo: es el librador el que indica el lugar de pago de la letra y el domiciliatario; caso de que éste no exista, por falta de indicación del librador, podrá designarlo el librado en el momento de la aceptación, rellenando la casilla correspondiente. Pero el art. 32, al que nos referimos, advierte que “cuando la letra sea pagadera en el domicilio del librado” (y entendemos que ello ocurrirá porque así lo decidió el librador o porque no rellenó la cláusula de domiciliación pero sí puso un domicilio junto al nombre del librado) podrá éste designar otro domicilio de pago en la misma localidad y, en su caso, la persona a quien haya de reclamarse dicho pago. Y cuando la Ley utiliza la expresión “en la aceptación”, lo entendemos en un doble sentido: en el momento (temporal) de la aceptación, naturalmente y, también, en el lugar en que se acepte —“en la aceptación”— puesto que no sólo es el lugar natural de hacer declaraciones el librado sino que, además, no queda otro espacio destinado expresamente para ello. Pues bien, esta previsión del art. 32 también queda, en cierto modo, vedada por el modelo. Bien es cierto que

(61) Que indica que “cualquier otra modificación...”, lo cual será ya imposible, desde un punto de vista práctico.

(62) Así como la del domiciliatario, por permitirlo el art. 51.

(63) Que algunos comerciantes tenían en sus tampones.

podrán hacerse estas declaraciones en otros lugares (reverso o suplemento) pero no dejará de sorprender por extraño.

No estamos completamente de acuerdo con GARCÍA VILLAVERDE ⁽⁶⁴⁾, para quien el espacio punteado existente tras la palabra “acepto”, como hemos indicado desaparecido en la actualidad, pudiera ser utilizado para expresar la obligación de presentación a la aceptación, fijando o no un plazo para ello (art. 26), o la prohibición de presentación (art. 26.2), o la presentación antes de una determinada fecha (art. 26.3). Todas estas indicaciones hechas por el librador encuentran mejor acomodo, en nuestra opinión, precisamente en el lugar que se ha reservado para las cláusulas y, en su caso, si éste es muy reducido, está completo o, simplemente ya no es posible incluir la pretendida cláusula, incluirla junto al nombre del librador si es éste, como será el caso, quien hace la advertencia, pero nunca en el espacio de la aceptación, que sólo debiera ser utilizado para aceptar o rechazar la aceptación por el librado.

De nuevo se deja un espacio para la fecha de la aceptación, que el librado hará constar como estime oportuno. Quizás debería haber cierta coherencia teniendo en cuenta que se trata de un impreso modelo o normalizado, en el modo de expresar la fecha y, sin embargo, no existe esta correspondencia que sería razonable. Habrá fechas en cada una de las declaraciones cambiarias y en el modelo, en cada ocasión, se sigue una forma diferente: en el caso del librador se reservan unos recuadros y la forma de expresar la fecha será con dos dígitos para el día, dos para el mes y cuatro para el año, cuestión que ya hemos comentado críticamente; en el caso del aval (en el reverso, en el impreso) se ha reservado un espacio para señalar el día, posiblemente en número; el mes, preferiblemente con su transcripción íntegra y el año, lógicamente en guarismos ⁽⁶⁵⁾; para el endoso se sigue un criterio similar al del aval, pero precedido del lugar en que tiene lugar el endoso, dato superfluo a la luz de las prescripciones legales ⁽⁶⁶⁾ y, por fin, la fecha de la aceptación (hasta la reforma impresa en la misma forma que hemos señalado para el aval y el endoso) que será consignada en la forma en que considere el aceptante. Insistimos en que esta cuestión puede ser baladí pero no deja de sorprender la variación de criterio para una misma cuestión, en un mismo documento.

Y tras la fórmula “acepto” y la fecha de éste, hay un lugar para que el aceptante estampe su firma (incluso se hace alusión escrita al lugar en el que la firma debe ir, lo cual nos parece acertado y más ahora en que hay estas noveda-

(64) *Op. cit.*, p. 5.

(65) Con la fórmula a ____ de _____ de ____.

(66) _____, a ____ de _____ de ____.

des). Será difícil recoger más de una firma en la aceptación, supuesto tan frecuente cuando son varios los librados.

6. El reverso de la letra (las cláusulas de aval y endoso)

No ha habido variación alguna en el nuevo modelo de la letra de las cláusulas que se recogen en el reverso (aval y endoso) ni del modo en que lo hace, que no ha sufrido ninguna novedad⁽⁶⁷⁾ pero no debemos silenciar algún comentario sobre el mismo que no “encaja” con la nueva grafía, conservando la antigua, distinguiendo entre la garantía y la transmisión, entre aval y endoso. En cuanto al aval ya advertía POLO⁽⁶⁸⁾ su opinión contraria a que la fórmula se encontrara impresa porque en el caso de aval restringido a persona, caso, tiempo⁽⁶⁹⁾, no será posible o al menos será muy dificultosa su consignación.

Por lo que se refiere al endoso, como decimos, sigue con idéntica estructura y contenido: lugar para designar a quién ha de pagarse la letra (el endosatario), al cual se transmite, lugar para su domicilio, para la fecha y para el nombre y domicilio del endosante y de tal configuración, tanto con referencia al impreso del 75⁽⁷⁰⁾ como al actual, se ha criticado el sistema seguido. En primer lugar, y en cuanto a los domicilios, el ejemplar —no la *Ley*— reclama el domicilio del endosante y el del endosatario. Poco puede decirse del primero puesto que, efectivamente, al ser el endosante un obligado cambiario, a efectos de notificaciones y reclamación y ejercicio de acciones, puede ser adecuado que se conozca su domicilio (por las mismas razones que en el caso del librado) pero en nada es interesante el domicilio del endosatario, que se convierte en acreedor cambiario (si el endoso es pleno) al menos hasta que transmita, a su vez, la letra y entonces ya será un nuevo endosante, aunque exigir el nombre es superfluo (casi absurdo) puesto que ya figura en el anverso, siendo el endosante justamente el tomador o, si no se trata del primer endoso, es el anterior endosatario. Y ello siempre que no estemos ante un endoso en blanco, cuya principal consecuencia o condición es que no figure el nombre del endosatario. Igual razón abona la teoría de que en el aval figure el nombre y domicilio del avalista,

(67) Puede señalarse que el tipo de letra utilizado es más pequeño que en el ejemplar sustituido, sin que ello haya supuesto mayor espacio para otras cuestiones, como nuevos endosos o el propio contenido de cualquiera de las declaraciones.

(68) *Op. cit.*, p. 80.

(69) Según la posibilidad que ofrecía el 487.

(70) *Cfr.* POLO, p. 79.

aunque de no constar, el art. 55 prevé cómo habrá de notificarse el protesto ⁽⁷¹⁾. Y para ambos —aval y endoso— podría haberse hecho la aclaración o indicación de dónde debe ir la firma, requisito imprescindible en ambas menciones ⁽⁷²⁾, como se ha hecho en el anverso para librador y aceptante. Haber fijado el lugar exacto de la firma, bajo la fecha, facilitaría la correcta (por formal) prestación de cualquiera de las garantías; y si se trata de incorporar de medidas que aclaren o faciliten las declaraciones, podría haberse seguido el mismo criterio en el aval, e indicar tras la expresión impresa “por aval de”, “nombre del avalado”, lo que evitaría problemas de interpretación ⁽⁷³⁾.

IV. EL PAPEL TIMBRADO CORRESPONDIENTE A SU CUANTÍA. LEGISLACIÓN FISCAL Y PROCESAL

Como se ha señalado, por imposición del legislador fiscal (Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Actos Jurídicos Documentados ⁽⁷⁴⁾ y su Reglamento ⁽⁷⁵⁾) la letra de cambio debe estar expedida en el “papel timbrado correspondiente a su cuantía”. Al no tratarse de un requisito esencial, pues no lo exige la LCCh, el hecho de librar una letra en un impreso que no suponga la satisfacción íntegra del correspondiente impuesto (por ejemplo, se libra en uno válido para una cantidad menor) o de no hacerla siquiera en un modelo normalizado, acarreará determinadas consecuencias para el tenedor de la misma (y, en su caso, para el librador, a quien corresponde, jurídicamente, el pago del impuesto o, si se trata de una letra emitida en el extranjero, para el primer tenedor en España). El principio de libertad en la fabricación del impuesto, sobre el que la LCCh no ha querido ni hacer alusión, queda muy atemperado, cuando no suprimido de hecho y no será fácil encontrar, como sí ocurría hace no demasiado tiempo, letras emitidas en un modelo distinto del oficial, un modelo “privado”,

(71) Art. 55 LCCh: “...Dentro de los dos días hábiles siguientes a la fecha en que el endosante haya recibido la comunicación, deberá a su vez comunicarlo a su endosante, indicándole los nombres y direcciones de aquellos que hubieren dado las comunicaciones precedentes. La misma obligación corresponderá a todos los endosantes hasta llegar al librador...”

En el caso de que un endosante no hubiere indicado su dirección o la hubiera indicado de manera ilegible, bastará que la comunicación se haga al endosante anterior a él...”

(72) GARCÍA VILLAVERDE, *cit.*, p. 5.

(73) Si bien la Ley, en su art. 36, último inciso, resuelve la duda señalando: “El aval deberá indicar a quién se avala. A falta de esta indicación se entenderá avalado el aceptante y en defecto de éste el librador”.

(74) RDL 1/1993.

(75) RD 828/1995.

pero en las que se ha satisfecho el impuesto ya que el Texto Refundido del Impuesto, en su art. 37, permite a los libradores que reproduzcan el modelo o confeccionen uno nuevo.

La escala de la cuota tributaria va, desde primero de enero de 2002, de 0,06 a 538,51 euros ⁽⁷⁶⁾, debiendo liquidarse en metálico las que excedan de esta cantidad (y siendo reintegradas, en ese caso, con un timbre móvil) ⁽⁷⁷⁾. El texto fiscal trata de evitar que el hecho de fragmentar el importe de varias letras pueda disminuir el impuesto y, de esta forma, si se expiden dos o más letras, y esa circunstancia trae consigo una disminución del impuesto, procederá la adición de las bases respectivas (la cantidad por la que se gira cada una) a fin de exigir esa diferencia; no se considerará producido el fraccionamiento cuando, entre las fechas de vencimiento de los efectos, exista una diferencia superior a quince días (o cuando se hubiera pactado documentalmente el cobro a plazos mediante giros escalonados). De otro lado, resuelve la cuestión que se plantea con las letras con un plazo de vencimiento muy amplio —más de seis meses—, en las que el timbre a pagar será doble. Ya advertimos ⁽⁷⁸⁾ de la dificultad que ello trae para los casos de letras giradas a la vista o a un plazo desde la vista, letras en las que se dispone por indicación legal, salvo que en la letra se haya dispuesto otra cosa, de un plazo de un año, desde el libramiento, para que sean presentadas al cobro o a la aceptación. O bien se acorta el plazo de presentación o bien, cautelarmente, se expide la letra en papel timbrado correspondiente al doble de la cuantía exigida en principio para esa cantidad, porque si está expedida con el timbre “correspondiente a su cuantía” y transcurren seis meses, cosa que el librador no sabe si va a ocurrir en el momento del libramiento, ya habrá dejado de estarlo con las graves consecuencias (pérdida de la acción ejecutiva) que ello trae consigo.

El requisito fiscal es, en efecto, un requisito formal, pero no de aquellos cuya falta o ausencia hacen perder a la letra su carácter de tal (la expresión letra de cambio, el mandato de pagar, la suma, la fecha de libramiento, la designación del librado y del tomador y la firma del librador) o de otro grupo de

⁽⁷⁶⁾ El timbre más reducido es válido para letras con un importe de hasta 24,04 euros, y el más alto, para letras de 96.161,65 a 192.323,87 euros, existiendo catorce tipos, que se corresponden con los existentes hasta la fecha, que suponían una escala que abarcaba desde letras de no más de 4.000 pesetas de importe (con timbre de 10 pesetas) hasta letras que excedan de 16 millones de pesetas —sin alcanzar los 32 millones de pesetas (con un timbre de 89.600 pesetas—. A partir de esa cantidad se liquidaba en efectivo a razón de 3 pesetas por cada 1.000 o fracción.

⁽⁷⁷⁾ El exceso de 192.323,87 euros tributará a 0,018 euros por cada 6,01 euros o fracción y se liquidará siempre en metálico, como se señala.

⁽⁷⁸⁾ *Libramiento y forma... cit.*, p. 59.

requisitos cuya ausencia es subsanable en algunos supuestos [el vencimiento, que caso de no estar expresado, convierte a la letra en pagadera a la vista; el domicilio de pago, que caso de no consignarse hará que la letra sea pagadera en el domicilio que figure junto al nombre del librado (si es que figura alguno, en cuyo caso se considerará éste, además, domicilio del librado); y, finalmente, el lugar de libramiento que, cuando no se indique en su espacio específico, hará que la letra se considere librada en el designado —en su caso— junto al nombre del tomador], por aplicación del artículo 2, en relación con el 1, de la LCCh. El requisito fiscal, de no cumplirse, hará perder a la letra su fuerza y carácter de título ejecutivo, pero podrá seguir considerándose, porque lo es, una letra de cambio, pero cuyo impago no podrá reclamarse en el correspondiente juicio cambiario ejecutivo.

Tras la entrada en vigor de la LEC ⁽⁷⁹⁾, con la correspondiente reforma de determinados preceptos de la LCCh ⁽⁸⁰⁾, ante el impago de una letra de cambio por parte del obligado a ello, pueden instarse las llamadas acciones cambiarias tanto en vía directa como en vía de regreso, contra el aceptante y sus avalistas, y contra los endosantes y sus avalistas y el librador y los suyos, respectivamente (contra cualquier otro obligado), según permite el art. 49 LCCh. Y dentro de estas acciones podrá optarse por la vía declarativa (por lo que se reclamará el pago de la letra en un juicio ordinario) o por la vía cambiaria ejecutiva, por lo que se seguirá el juicio ejecutivo cambiario, “a través del proceso especial cambiario”, según señala el art. 819 de la ley procesal, que regula el proceso cambiario como un proceso especial, sin concretar si declarativo o ejecutivo, aunque “a lo que más se parece” es a un juicio ejecutivo ⁽⁸¹⁾; dicho de otro modo, las acciones cambiarias directas o de regreso pueden ejercitarse por la vía ordinaria o mediante el “juicio cambiario”.

Por lo que se refiere al primer procedimiento, la vía ordinaria, habrá de seguirse el declarativo que corresponda a la cuantía de la letra y será elegido este procedimiento concreto por el acreedor demandante tanto si no puede acudir al “juicio cambiario” (por ejemplo porque la letra no está en el papel timbrado correspondiente) como si prefiere éste por cualquier otra causa, sin que deje de ser una acción de naturaleza cambiaria la ejercitada a la que se aplica el

(79) Ley 1/2000, cuya entrada en vigor es de fecha 8 de enero de 2001.

(80) Fundamentalmente el art. 49.2: “A falta de pago, el tenedor, aunque sea el propio librador, tendrá contra el aceptante y su avalista la acción directa derivada de la letra de cambio para reclamar sin necesidad de protesto tanto en la vía ordinaria como a través del proceso especial cambiario, lo previsto en los artículos 58 y 59.

(81) Según señala FERNÁNDEZ BALLESTEROS, *Comentarios a la Ley de Enjuiciamiento Civil*, Pamplona, 2001, p. 597.

sistema abstracto de excepciones⁽⁸²⁾ y que habrá de tener su base en un documento con unos requisitos específicos e insustituibles: una letra de cambio, un título con todos los requisitos plasmados en el documento, que pueda considerarse letra de cambio.

Pero, efectivamente, la vía preferente para la reclamación o el ejercicio de la acción cambiaria es la del juicio cambiario⁽⁸³⁾ citado. Sólo podrá comenzar éste si se presenta un título ejecutivo (art. 821.1 de la LEC) y la letra lo es, como así lo indica el art. 66 LCCh⁽⁸⁴⁾. Dada su brevedad y especial carácter del procedimiento, el juez despachará ejecución sin oír al deudor sino simplemente analizando “la corrección formal del título” (art. 821.2 de la LEC) y decretará el embargo de sus bienes, aunque el ejecutado puede oponerse a ello. Su oposición no se considera ya como contestación a la demanda, sino como el inicio de un procedimiento incidental de oposición a la ejecución (y el demandado se convierte en demandante)⁽⁸⁵⁾.

Como puede comprobarse, lo único que hace falta para iniciar el (nuevo) juicio cambiario es la posesión de un título ejecutivo cambiario, esto es, un cheque, un pagaré y, en nuestro caso concreto, una letra de cambio, en la que se contengan todos los requisitos de la LCCh que hemos enumerado —sólo entonces será una letra de cambio—, a lo que habrá de añadirse el hecho de estar librada en el papel timbrado correspondiente a su cuantía, lo que supondrá que se habrá abonado el correspondiente impuesto y cumplido el requisito fiscal⁽⁸⁶⁾. Es cierto que la nueva LEC no precisa cuáles son los requisitos que deben reunir estos títulos cambiarios para poder ser la base que permite el inicio del

(82) Como recuerda JIMÉNEZ SÁNCHEZ, “Las crisis cambiarias. Las acciones cambiaria, causales y de enriquecimiento”, *Derecho mercantil, cit.*, II, Barcelona, 2000, pp. 101-111, al tratar sobre la acción cambiaria.

(83) El juicio ejecutivo de la LEC de 1881.

(84) Art. 66 LCCh, según la redacción dada por la Disposición Final 10 de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil: “La letra de cambio tendrá aparejada ejecución a través del juicio cambiario que regula la Ley de Enjuiciamiento Civil en el capítulo II, Título III, del Libro IV, por la suma determinada en el título y por las demás cantidades, conformes a los artículos 58, 59 y 62 de la presente Ley, sin necesidad de reconocimiento judicial de las firmas”, que sólo modifica la parte referente al tipo de procedimiento, pues el antiguo texto señalaba, por su parte, en este mismo precepto: “La letra de cambio tendrá aparejada ejecución a los efectos previstos en los artículos 1429 y siguientes de la Ley de Enjuiciamiento Civil, por la suma determinada en el título...”.

(85) Así lo señala FERNÁNDEZ BALLESTEROS, *op. cit., loc. cit.*

(86) No es ya necesaria la cuantía mínima de 50.000 pesetas, que exigía la LEC anterior, para que pudiera iniciarse el procedimiento ejecutivo.

juicio cambiario ⁽⁸⁷⁾, pero ello no es, a nuestro juicio, criticable. Corresponderá al juez, en efecto, analizar la corrección formal del título, con la mera aplicación de los arts. 1.º y 2.º de la LCCh ⁽⁸⁸⁾, sin entrar, naturalmente, en las relaciones subyacentes. La “formalidad” del título es lo que atrae para sí este singular procedimiento.

Aludiendo sólo a la actividad que en este sentido ha de llevar a cabo el juez, convertido en intérprete que comprueba y resuelve sobre la corrección formal del título, y sin aludir, evidentemente, al resto del procedimiento y sus consecuencias, una vez que, tras ese análisis y comprobación, estima que la letra cumple los requisitos y, por ello, es “ejecutiva”, ordenará el embargo de los bienes, si el demandado no atendió su requerimiento de pago (para el que dispone de diez días) ⁽⁸⁹⁾. Pero puede el demandado, a su vez, interponer demanda de oposición, basándose en algunos motivos que no se considerarán ya excepciones (pues no se trata exactamente de una defensa), sino motivos de oposición, entre los que habrá que citar: la inexistencia o falta de validez de su propia declaración cambiaria (incluida la falsedad de la firma); la falta de legitimación del tenedor; la extinción del crédito; y, de nuevo, “la falta de las formalidades necesarias de la letra de cambio...” ⁽⁹⁰⁾, que señalará en su escrito de contestación, lo que traerá, en su caso, una nueva decisión del juez, en este sentido. Estimada la oposición o desestimada, se dictará la correspondiente sentencia.

Este procedimiento especial —cambiario— es un procedimiento independiente, con autonomía y sustantividad propia, cuyo gran atractivo es la rapidez y sencillez de todos sus trámites, que sólo requiere la sucinta demanda en la que se acredita la existencia del título, que es el fundamento de la acción ejecutiva, y de la titularidad del demandante, lo cual deberá acreditar, si no es el tomador —e, incluso, el librador—, en virtud de una serie no interrumpida de endosos. Y junto a ello, por supuesto, ha de presentarse la letra (y, en su caso, el protesto, declaración equivalente...), para que el juez proceda al examen de su corrección

(87) Como en mayor o menor medida hace para los demás títulos ejecutivos, critica FERNÁNDEZ BALLESTEROS, *op. cit.*, p. 599, calificando tal postura como de “cómoda” y que “lanza al intérprete a bucear en los no sencillos preceptos que regulan las muchas peculiaridades de estos títulos valores (en la propia Ley Cambiaria y en otras Leyes)”.

(88) Y de los correspondientes al endoso, a efectos de determinar la legitimación del reclamante.

(89) El demandado puede comparecer ante el Juez y negar la autenticidad de la firma y, en su caso, la falta de legitimación, pudiendo éste entonces, y según qué casos, alzar el embargo (823 de la LEC).

(90) *Vid.* art. 67 de la LCCh, con texto anterior a la vigencia de la LEC y con el vigente.

formal⁽⁹¹⁾. Su importancia es evidente⁽⁹²⁾ y, aunque sea como simple alusión, ha debido mencionarse en este punto al ser prácticamente coetáneas, aunque es obvio que, con importancia absolutamente desigual, la norma que lo establece (la LEC del año 2000, que entró en vigor en el 2001) y la que aprueba el modelo oficial de letra (la Orden de 16 de julio de 1999, que obliga a que los nuevos ejemplares estén confeccionados y distribuidos a partir del 30 de octubre de ese año), en el que habrán de plasmarse los requisitos formales para que el título —ya completo— quede encuadrado en el nuevo procedimiento y pueda llevar aparejada su ejecución, pues la ejecutividad del mismo, además de por contener todas las menciones y requisitos de la ley cambiaria, exige el estar librado en el nuevo modelo oficial que garantiza el pago del impuesto correspondiente, lo que también será comprobado —y resuelto— por el juez en esa valoración o comprobación que hará tras la presentación de la demanda por parte del acreedor cuyo crédito la Ley trata de proteger.

V. CONSIDERACIÓN FINAL

Con todo lo expuesto, queda de manifiesto que si bien hay algunas menciones en el nuevo ejemplar, que se presentan en la actualidad como más acordes con las nuevas (y antiguas) exigencias, como puede ser la cláusula de domiciliación, que es más completa, o el modo de expresar el timbre que, manteniendo semejanza con la forma anterior, es evidente que es más adecuado en la fecha actual (quizás no cuando se aprobó la Orden), y que, de una manera sencilla, podría decirse que “han mejorado”, no se puede decir lo mismo del resto de las menciones y del conjunto del modelo, en el que hay una redacción incorrecta e inadecuada que le hace perder comprensión que, si existe sin embargo, es porque el contenido típico de una letra hace que se sepa qué quieren decir, qué significan (con sus graves consecuencias jurídicas) cada una de sus

⁽⁹¹⁾ Cfr. ADAN DOMENECH, “El proceso cambiario en la nueva LEC”, *Juris*, pp. 34-42; BONET, “Del juicio por letra de cambio, pagaré y cheque en el anteproyecto de LEC”, *Presente y futuro del proceso civil* (dirigido por Pico y Junoy), Barcelona, pp. 459-471; CORRREA, “El juicio cambiario en el proyecto de Ley de Enjuiciamiento Civil: análisis comparativo con el Derecho alemán, naturaleza jurídica y consideraciones en torno a su futura incidencia práctica en el derecho español”, *La Ley*, núm. 4754, 1999, pp. 1 y ss.; además de FERNÁNDEZ-BALLESTEROS, *cit*.

⁽⁹²⁾ ADAN, *op. cit.*, pp. 34 y ss., destaca la “la cada vez más pujante actividad económica derivada del crecimiento del tráfico mercantil de la sociedad y por ende la mayor utilización de los títulos cambiarios como instrumentos de crédito”; y facilita algún porcentaje concreto, vid. p. 35: “La nueva LEC convierte el proceso cambiario, por el que se sustancia una cuarta parte de los pleitos civiles, en un proceso especial, independiente y autónomo, esto es, con sustantividad propia frente a la ejecución de los restantes títulos extrajurisdiccionales”.

menciones, aunque entre ellas no haya la unidad y coordinación suficientes para poder ofrecer un adecuado significado gramatical o semántico. Pero precisamente por ello habría que tener especial cuidado en las novedades u originalidades drásticas. Si ya se quejaba, con motivo de la gran reforma del modelo del año 75, el Prof. POLO SÁNCHEZ ⁽⁹³⁾ en relación a la novedad de que quedara impreso el aval y el endoso (cuando era algo que no ofrecía ninguna ventaja y menos en la forma en que se hizo), igual crítica hace ahora el Prof. GARCÍA VILLAVERDE ⁽⁹⁴⁾, temiendo que reformas como la de la aceptación (que varía de lugar, de aspecto y casi de contenido, sin demasiada justificación) pudieran llegar a “despistar” a los usuarios de letras de cambio ⁽⁹⁵⁾. La oportunidad no se ha aprovechado, y una vez más se da por perdida, para haber realizado determinados cambios o supresión de datos no exigibles en la norma pero sí en el impreso; para homologar el modo de reclamar determinadas circunstancias o menciones —queremos destacar la necesidad de advertir, ya que se hace en el caso del librador el lugar en que deben ir las firmas del avalista, de los endosantes y del aceptante, toda vez que estas cláusulas están impresas— y para haber dotado de cohesión a toda la declaración cambiaria, cosa que aún no ocurre. Ni siquiera las propuestas, en este sentido, de JIMÉNEZ SÁNCHEZ y DÍAZ MORENO, tan próximas en el tiempo a la aprobación del nuevo modelo, han sido consideradas y ni en él figura un espacio específico para “cláusulas facultativas”, ni su extensión —o la del reservado a “cláusulas”, en el que habrá de ir la declaración del librador que propicia el comentario— es de mayor tamaño que el existente, lo que traerá mayores dificultades.

Si llega a ser una realidad el texto anunciado en la Exposición de Motivos de la Ley Cambiaria y del Cheque de 1985 que, con carácter complementario y específico, establezca las normas “que hayan de regir para las letras emitidas en operaciones realizadas por los consumidores y usuarios”, ese será el momento de abordar estas cuestiones o, quizás con ocasión de la regulación reglamentaria, también anunciada en la Disposición Final de la Ley de letras de cambio emitidas y firmadas por el librador de forma impresa, así como el modo en el que se satisfará el impuesto, única ocasión en la LCCh en que se alude al timbre y al requisito fiscal. Quizás, aunque estos nuevos textos legales no lleguen a ser una realidad, se presente y apruebe, en su día, un nue-

(93) *Op. cit.*

(94) *Op. cit.*, p. 4.

(95) Si bien él se refiere, particularmente a la posibilidad de que se hubiese suprimido la palabra “Acepto”, lo que tendría justificación hoy, desde el punto de vista teórico, al no estar vigente la rigurosa prescripción del 477 del Código de comercio, puede ampliarse al caso que comentamos.

vo modelo oficial de letra de cambio que merezca mejor acogida y se acomode mejor al tráfico jurídico y no sólo a las necesidades bancarias, sin que con ello olvidemos la extraordinaria importancia que en el desarrollo de estos títulos tienen las Entidades de Crédito que, en cierto modo, mantienen su existencia.

GRAN BRETAÑA: INFORME SOBRE LA REVISIÓN DEL PAPEL DE LOS CONSEJEROS NO EJECUTIVOS

BLANCA PUYOL MARTÍNEZ-FERRANDO

*Profesora de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. LAS MEDIDAS RELATIVAS AL GOBIERNO SOCIETARIO PROPUESTAS POR EL INFORME.
 - 1. Medidas relativas al Consejo de administración.**
 - 2. Medidas relativas al presidente del Consejo de administración.**
 - 3. Medidas relativas a los consejeros no ejecutivos.**
 - 4. Medidas relativas a los principales Comités del Consejo de administración.**
- III. RESUMEN COMPARATIVO DE LAS MEDIDAS RELATIVAS AL GOBIERNO SOCIETARIO PROPUESTAS POR EL INFORME Y LAS DISPOSICIONES VIGENTES.

I. INTRODUCCIÓN

Siguiendo la solicitud de revisar el papel y la efectividad de los consejeros no ejecutivos realizada por el Departamento de Comercio e Industria del Gobierno británico (*vid.* a este respecto la noticia publicada en el número 87 de esta Revista) ⁽¹⁾, el pasado 20 de enero se publicó el Informe final de la investigación llevada a cabo al efecto (*Review of the role and effectiveness of non-executive directors*). El encargo del Gobierno se refería a la necesidad de analizar la situación actual del movimiento del *corporate governance* en Gran Bretaña, con el fin de poder formular propuestas y recomendaciones para la mejora de la efectividad de los Consejos de administración en su conjunto y, más concretamente, de los consejeros no ejecutivos ⁽²⁾. Estos consejeros ocupan un papel primordial en el movimiento del Buen Gobierno corporativo puesto que se considera que su presencia en los Consejos es relevante para determinar el éxito empresarial de la sociedad. Se trata de una categoría de consejeros que se presenta como no vinculada con los accionistas que tienen una mayor capacidad de influencia pero, sobre todo, ajena al equipo directivo de la empresa ⁽³⁾. Ahora bien, la experiencia ha demostrado que la utilización de esta figura es más un argumento formal que una opción expresa a favor de introducir nuevos mecanismos en la gestión de las grandes sociedades. La práctica de nombrar como consejeros no ejecutivos a consejeros de otras sociedades y la demostrada vinculación de los mismos a los presidentes de las sociedades donde son nombrados ha hecho se haya puesto en cuestión la credibilidad de tal figura. Es en

(1) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Gran Bretaña: impulso gubernamental a la revisión del papel de los consejeros independientes", en *RDBB*, núm. 87, 2002, pp. 324 a 327.

(2) Para la elaboración del Informe se han tomado como base las propuestas del Gobierno británico de modernización del Derecho de sociedades publicadas en julio de 2002 (*Modernising Company Law, White Paper*), así como los diferentes Informes de Buen Gobierno corporativo elaborados en los últimos años y, en particular, el Informe sobre las funciones y responsabilidades de los inversores institucionales (Informe Myners, marzo de 2001) y las recomendaciones recientemente publicadas sobre funciones y responsabilidades de los Comités de auditoría (Informe Smith, enero de 2003). Al mismo tiempo se ha llevado a cabo una investigación (*The current population of non-executive directors. Non-executive directors Review team analysis of data supplied by Hemscott*, 20 de enero de 2003), con el fin de conocer el número de consejeros no ejecutivos que integran los Consejos de administración de las principales sociedades británicas, el número de cargos que ocupan, la duración del mismo, la retribución percibida y la composición de los principales Comités de las mismas, entre otros aspectos. Los resultados de esta investigación, que se refieren a julio de 2002, han sido incorporados al Informe.

(3) En nuestro país se utiliza el término independiente para hacer referencia a esta categoría de consejeros, si bien, en otros ordenamientos, se prefiere definir a tales consejeros como no ejecutivos al no estar éstos vinculados directamente con la gestión diaria de la empresa. Esta última es la terminología utilizada en el Informe (punto 6.19).

este panorama donde se sitúa la reciente iniciativa británica de llevar a cabo una revisión profunda de la posición de los consejeros no ejecutivos.

En cualquier caso, la revisión de las funciones y responsabilidades de los consejeros no ejecutivos debe ser analizada en el contexto del Consejo en su conjunto. En este sentido, el Informe comienza con un examen de la estructura y funciones del Consejo de administración para, a continuación, llevar a cabo un estudio de la figura de los consejeros no ejecutivos definiendo detalladamente el papel que, en opinión del Informe, se les debe atribuir. En segundo lugar, se analizan las distintas Comisiones que se recomienda que existan en el seno del Consejo y se elaboran listados concretos de sus competencias. Por último, el Informe contiene una propuesta de modificación del Código de Buen Gobierno británico o *Combined Code*, donde se incluyen las recomendaciones que se han elaborado (Anexo A) y un resumen sistemático de las propuestas relativas al Buen Gobierno corporativo que no se incorporan al texto del Código (Anexo B) ⁽⁴⁾. Con esta revisión se pretende llegar al Buen Gobierno societario a través de la adopción por las sociedades de buenas prácticas, no por medio de una regulación o legislación. Se mantiene, por tanto, el principio de “cumplir o explicar” consagrado por el Informe Cadbury en virtud del cual las sociedades deben informar sobre la forma en que cumplen con los principios del Código explicando los principios y medidas adoptados, así como las posibles desviaciones de los mismos que se hayan producido. En la formulación de las recomendaciones del Informe se parte de la idea de que el cumplimiento de las disposiciones del Código no constituye un fin en sí mismo, pero sí un medio de mejorar el comportamiento de los Consejos de administración en interés de los accionistas y de la propia economía.

II. LAS MEDIDAS RELATIVAS AL GOBIERNO SOCIETARIO PROPUESTAS POR EL INFORME

1. Medidas relativas al Consejo de administración

El Informe contiene un conjunto de disposiciones relativas a las funciones del Consejo para su incorporación al *Combined Code*. En este sentido, se entiende que el Consejo de administración es responsable colectivamente de la promoción del éxito de la sociedad dirigiendo y supervisando sus negocios. Su

⁽⁴⁾ El Informe hace un llamamiento al Gobierno británico para que se proceda a la modificación del Código en los términos propuestos de forma que pueda aplicarse a partir del 1 de julio de 2003. Los destinatarios de las disposiciones del Informe son las sociedades cotizadas británicas, si bien se reconoce expresamente la relevancia que alguna de sus recomendaciones puede tener para las restantes sociedades.

función primordial es garantizar su liderazgo empresarial dentro de un marco de controles prudentes y efectivos que permita que los riesgos puedan ser asumidos y controlados. Con carácter general el Consejo debe fijar los objetivos de la sociedad, garantizar que ésta cuenta con los recursos financieros y humanos necesarios para alcanzar sus objetivos y vigilar la actuación del *management*. El objetivo de las propuestas es fortalecer el sistema de gobierno corporativo basado en la estructura unitaria del Consejo de administración y aumentar tanto la efectividad de su conjunto como la de los consejeros no ejecutivos en particular. De hecho, todos los consejeros son responsables de la gestión y vigilancia de la sociedad, a todos compete, tengan o no facultades ejecutivas, ejercitar la función de supervisión y todos son responsables de garantizar la existencia de los necesarios controles de las actividades de la sociedad.

Junto a la definición de las funciones genéricas que competen al Consejo de administración en su conjunto, el Informe recoge otra serie de propuestas relativas a su funcionamiento. En concreto, se recomienda que las reuniones del Consejo tengan la periodicidad necesaria y que, al menos una vez al año, los consejeros no ejecutivos se reúnan sin la presencia de los consejeros ejecutivos o del presidente de la sociedad. En opinión del Informe debería incluirse en el informe anual un apartado que haga referencia a estos aspectos y que indique la asistencia personal de cada uno de sus miembros. En relación con el tamaño de los Consejos, el Informe considera que debe ser suficiente para garantizar un equilibrio entre todos sus miembros teniendo en cuenta las cualidades personales y experiencia de cada uno de ellos ⁽⁵⁾. Respecto de la composición del Consejo se recomienda que al menos la mitad de sus miembros, excluyendo el presidente, sean consejeros no ejecutivos independientes, es decir, que tengan una mayor independencia que los restantes miembros del Consejo ⁽⁶⁾. En cualquier caso, se recomienda la existencia en los Consejos de una presencia relevante de consejeros ejecutivos con el fin de que exista un equilibrio en su seno y no prevalezca un tipo sobre otro ⁽⁷⁾.

El Informe propone una definición de consejero no ejecutivo independiente que trata de unificar las diferentes acepciones que existen en la actualidad.

⁽⁵⁾ Los datos que ha revelado la investigación realizada demuestran que el tamaño medio de los Consejos de administración de las sociedades cotizadas británicas es de 7 miembros. Los Consejos de las 100 primeras sociedades por capitalización bursátil (FTSE 100) tienen una media de 11,5 miembros.

⁽⁶⁾ En la actualidad un cuarto de las FTSE 100 sociedades británicas tienen 8 o más consejeros no ejecutivos y tres cuartos de ellas tienen entre 3 y 6 consejeros ejecutivos.

⁽⁷⁾ Los datos que ofrece la investigación realizada demuestran que en la mayor parte de las grandes sociedades cotizadas británicas existe una fuerte presencia de ejecutivos.

Así, 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. El Informe establece, asimismo, distintos criterios específicos relativos a tal independencia. En concreto, se recomienda que no se considere como independiente a aquel consejero que: sea un antiguo trabajador de la sociedad o del grupo hasta que no hayan transcurrido cinco años desde la terminación del contrato o de la relación que existiera; tenga o 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); reciba o haya recibido alguna retribución adicional de la sociedad distinta a la percibida en su cualidad de consejero, participe en el plan de opciones sobre acciones de la sociedad, en un plan de retribución ligado a la actuación personal o en el plan de pensiones de ésta; tenga relaciones familiares cercanas con alguno de los asesores de la sociedad, consejeros o directivos; desempeñe cargos cruzados de consejero o tenga lazos significativos con otros consejeros a través de su vinculación en otras sociedades u organizaciones; represente a un accionista significativo o haya sido consejero de la sociedad por un periodo superior a diez años. Además, se señala la conveniencia de que el Consejo de administración indique en su informe anual quiénes son los consejeros no ejecutivos independientes y, en su caso, 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.

2. Medidas relativas al presidente del Consejo de administración

El papel que desempeña el presidente del Consejo para garantizar el buen gobierno de las sociedades es crucial puesto que ocupa una posición relevante a la hora de crear las condiciones para garantizar tanto la eficacia del Consejo en su conjunto como la de cada uno de sus miembros. El Informe describe con detalle cuáles deberían ser las funciones del presidente del Consejo, partiendo de que éstas difieren de forma significativa de las propias de los consejeros ejecutivos y no ejecutivos. En concreto, a juicio del Informe corresponde al presidente liderar la sociedad garantizando su eficacia en todas sus funciones; determinar los asuntos propios de su competencia, que deberán concentrarse en aspectos estratégicos más que la aprobación de propuestas sobre materias que pueden ser perfectamente delegadas en el *management*; garantizar que todos los consejeros reciban la información necesaria sobre las actividades de la sociedad para poder tomar decisiones con conocimiento de causa y poder cumplir la misión de vigilancia de la gestión social; garantizar una comunicación fluida con los accionistas, una evaluación regular del comportamiento del Consejo y de cada uno de sus miembros y facilitar la eficaz contribución de los consejeros

no ejecutivos y las buenas relaciones entre los ejecutivos y no ejecutivos (el Anexo D contiene un resumen de las principales funciones y responsabilidades que en opinión del Informe debería tener el presidente).

Dada su importancia y particular naturaleza, se recomienda que la función de presidente sea independiente de la de primer ejecutivo con el fin de evitar la concentración de poder en una sola persona y diferenciar entre lo que es presidir y liderar la sociedad y lo que es la gestión diaria de la misma. Asimismo, se trata de evitar que el presidente haya sido previamente primer ejecutivo de su sociedad con el objetivo de garantizar esa distribución de funciones entre ambas figuras ⁽⁸⁾.

3. Medidas relativas a los consejeros no ejecutivos

El objeto principal de este Informe es la revisión del papel y efectividad de los consejeros no ejecutivos. Se considera que la talla profesional de los miembros no ejecutivos del Consejo es de especial importancia para establecer y mantener los criterios de calidad del gobierno corporativo. En principio, los consejeros no ejecutivos tienen la función primordial de control de la actuación de los consejeros ejecutivos, si bien esta función no debe ir en detrimento de la contribución primaria y positiva que deben realizar como miembros de pleno derecho del Consejo. En la actualidad el Código no recoge ninguna guía sobre las funciones de los consejeros no ejecutivos, la falta de claridad de éstas ha sido una de las cuestiones que siempre se han planteado como objeto de revisión. La dificultad en su definición procede de la tensión existente entre su función y la falta de certeza en la forma de conducir las distintas relaciones existentes en el seno del Consejo. Por ello, el Informe propone incorporar al *Combined Code* una descripción de las funciones de los consejeros no ejecutivos. Su contenido se estima que podría ser el siguiente: los consejeros no ejecutivos deberían cuestionar de forma constructiva la planificación de la estrategia de la sociedad y contribuir a su efectivo desarrollo; vigilar y analizar la actuación de los consejeros ejecutivos en el cumplimiento de los objetivos de la sociedad; controlar la veracidad de la información financiera y el establecimiento de sistemas de control de riesgos eficaces; determinar los niveles apropiados de remuneración de los consejeros ejecutivos y contribuir en el proceso de nombramiento y cese del *management* (el Anexo C del Informe contiene un resumen de las funciones y responsabilidades que los consejeros no ejecutivos deberían tener).

⁽⁸⁾ Los datos que ha reflejado la investigación llevada a cabo demuestran que en el 10 por 100 de las sociedades cotizadas británicas el cargo de presidente y primer ejecutivo es desempeñado por la misma persona. Además, en las sociedades que integran el FTSE 100, 24 presidentes han sido previamente primeros ejecutivos de sus sociedades.

El Informe recoge, además, una guía sobre los comportamientos y cualidades personales del consejero no ejecutivo. Se considera que un elemento esencial que los consejeros no ejecutivos deben aportar a las deliberaciones del Consejo es el de la independencia de juicio. Su función es compleja y requiere de una determinada cualificación, experiencia, integridad y características personales. En este sentido, se recomienda que se trate de personas capaces de debatir con inteligencia, estar abiertos a las opiniones de los demás y decidir desapasionadamente. Para ello es necesario que adquieran la experiencia y el conocimiento suficiente del negocio a través de la información sobre la empresa que se les facilite. En este punto es crucial el papel que debe desempeñar el secretario del Consejo de administración suministrando los informes y documentos requeridos. Asimismo, el Informe recomienda el establecimiento de programas de formación de los consejeros no ejecutivos que les permitan conocer todo lo necesario sobre su empresa tanto en el momento de su nombramiento como durante todo el periodo de desempeño del cargo (Anexos I y J del Informe). El consejero no ejecutivo debería manifestar que tiene tiempo suficiente para poder desempeñar su cargo e informar al presidente de las propuestas que haya recibido para desempeñar cargos en otras sociedades antes de su aceptación. En este sentido, se señala la conveniencia de que ningún consejero no ejecutivo ocupe más de un cargo de consejero no ejecutivo, ni sea al mismo tiempo presidente de una gran sociedad ⁽⁹⁾. Para evitar la concentración de poder en una misma persona el Informe recomienda que ningún consejero no ejecutivo ostente cargos en los tres Comités principales de la sociedad ⁽¹⁰⁾. En lo que respecta a la duración del cargo de consejero no ejecutivo, se recomienda que éstos sean nombrados por dos periodos de tres años, aunque se reconoce que un periodo más largo puede ser apropiado ⁽¹¹⁾. Finalmente, el Informe contiene un conjunto de previsiones acerca de la responsabilidad de los consejeros no ejecutivos. La responsabilidad de estos consejeros no puede ser menos rigurosa que la de los consejeros ejecutivos, ahora bien, deben tenerse en cuenta las

⁽⁹⁾ En la actualidad, de las 3908 personas que desempeñan cargos de consejeros no ejecutivos en las sociedades cotizadas británicas, el 80 por 100 desempeña un único cargo, uno de cada diez desempeña dos cargos y el 7 por 100 desempeña al mismo tiempo el cargo de consejero ejecutivo. El 13 por 100 es presidente en varias sociedades y 282 desempeñan simultáneamente cargos ejecutivos y no ejecutivos.

⁽¹⁰⁾ Actualmente, más del 80 por 100 de los consejeros no ejecutivos de las FTSE 100 sociedades británicas integran alguno de los principales Comités del Consejo y más de un cuarto ocupa cargos en los tres Comités principales.

⁽¹¹⁾ Los datos estadísticos demuestran que el periodo medio de duración del cargo de un consejero no ejecutivo de las sociedades cotizadas británicas es significativamente superior a cuatro años.

funciones y el grado de diligencia que se espera de ellos para poder determinar con exactitud cuándo se puede declarar su responsabilidad.

4. Medidas relativas a los principales Comités del Consejo de administración

A pesar de que la creación de Comités en el seno del Consejo de administración ya está prevista en el Código ⁽¹²⁾, el Informe propone una revisión de su composición y de sus funciones y una mayor concreción de las responsabilidades que, a su juicio, se les deberían imponer. En particular, se prevé la existencia de un **Comité de nombramientos** integrado por una mayoría de consejeros no ejecutivos independientes ⁽¹³⁾. Este Comité podrá incluir al presidente del Consejo de administración, si bien en opinión del Informe éste debería ser presidido por un consejero no ejecutivo independiente. El Comité de nombramientos resulta un órgano esencial para el funcionamiento efectivo del Consejo de administración, ya que la designación de los candidatos a miembros del Consejo y de los respectivos Comités es una de las funciones más importantes atribuidas al Consejo. En concreto, el Informe recoge un listado de las principales funciones que se atribuyen a este Comité, que se refieren fundamentalmente a la selección y propuesta al Consejo de los candidatos idóneos para ser nombrados consejeros no ejecutivos; a la evaluación de las cualidades personales, conocimientos y experiencia de cada uno de los miembros del Consejo y al asesoramiento al Consejo en la planificación de la sucesión (Anexo F del Informe). Asimismo, se recomienda que este Comité tenga un reglamento interno en el que incluyan detalladamente sus funciones, objetivos y actividades. En el informe anual debería indicarse la composición de este Comité e incluirse un resumen de las disposiciones relativas a su funcionamiento y al proceso utilizado en el nombramiento de los consejeros no ejecutivos que justifique el cumplimiento de los requisitos exigidos para él. Se hacen propuestas para ampliar el mercado de candidatos para ser nombrados consejeros no ejecutivos, incluyendo consejeros ejecutivos y directivos de otras empresas, asesores y personas procedentes de otros sectores no relacionados con el mundo de los negocios.

El Informe recomienda la creación de un **Comité de auditoría** compuesto como mínimo por tres miembros. Todos los integrantes de este Comité deberían ser consejeros no ejecutivos independientes y, en opinión del Informe, al menos

(12) La investigación realizada demuestra que la práctica totalidad de las sociedades cotizadas británicas tienen un Comité de nombramientos, un Comité de auditoría y un Comité de retribución.

(13) La composición media de los Comités de nombramientos de una sociedad cotizada británica es de tres miembros, de los cuales la mayoría son consejeros no ejecutivos.

uno de ellos debería tener experiencia financiera significativa, reciente y relevante ⁽¹⁴⁾. De forma similar a lo establecido para el Comité de nombramientos, se estima la conveniencia de que el informe anual refleje el proceso de actuación de este Comité y determine cuáles son sus principales funciones ⁽¹⁵⁾. El contenido de estas funciones se considera que debería referirse al control de la integridad de los informes financieros y del cumplimiento por la sociedad de las disposiciones legales y reglamentarias; a la revisión de los sistemas de control contable y financiero internos y de la labor de la auditoría interna de la sociedad; a la realización de propuestas y recomendaciones al Consejo en relación con el nombramiento de los auditores externos; a la valoración de su independencia, objetividad y eficacia y al control de la prestación por éstos de servicios distintos al de auditoría. Se señala la conveniencia de que el presidente del Comité de auditoría asista a la Junta general para responder a preguntas sobre la labor desempeñada por éste.

Por último, el Informe recomienda que se cree en el seno del Consejo de administración un **Comité de retribución** integrado como mínimo por tres miembros, todos los cuales deberían ser consejeros no ejecutivos independientes ⁽¹⁶⁾. De la misma manera que el Comité de nombramientos, se recomienda la elaboración de un reglamento interno donde se incluyan necesariamente una serie de menciones relativas a sus funciones, obligaciones y responsabilidades. En lo que respecta a sus funciones, se entiende que debería tener competencia para revisar y aprobar los objetivos de la sociedad relacionados con la retribución de los más altos cargos de la sociedad; fijar la remuneración de los consejeros ejecutivos, presidente y primer ejecutivo; realizar recomendaciones al Consejo con relación a los planes de incentivos retributivos y a los planes vinculados a la entrega de acciones y proceder al nombramiento de consultores externos para llevar a cabo las evaluaciones mencionadas (Anexo E del Informe). Se señala la conveniencia de que el Comité de retribuciones trabaje de forma estrecha con el Comité de nombramientos para garantizar que la remuneración y los incentivos de los altos cargos se estructuren apropiadamente.

(14) La composición media de los Comités de auditoría de una sociedad cotizada británica es de tres miembros, de los cuales la mayoría son consejeros no ejecutivos. En la actualidad, el 14 por 100 de los consejeros no ejecutivos de las FTSE 100 sociedades británicas tiene formación contable frente al 19 por 100 de los presidentes y al 26 por 100 de los consejeros ejecutivos.

(15) El Informe hace suyas las recomendaciones propuestas por el Informe Smith publicado en enero de 2003 relativo a la composición, funciones y responsabilidades de los Comités de auditoría.

(16) La composición media de los Comités de retribución de una sociedad cotizada británica es de tres miembros, de los cuales la mayoría son consejeros no ejecutivos.

En cuanto a la cuantía de la remuneración, el Informe determina que debe ser suficiente para atraer y compensar de forma justa personas de gran valía profesional y al mismo tiempo no debe ser mayor de lo necesario para alcanzar este propósito. Una remuneración insuficiente constituye una barrera para una mayor eficacia de los ejecutivos⁽¹⁷⁾. Según el Informe ésta debería estar integrada por una cantidad anual, una dieta por asistencia a los Comités y una dieta adicional cuando se presida alguno de ellos. Además, el Informe determina la posibilidad de que los consejeros no ejecutivos tengan la oportunidad de obtener una parte de su remuneración en acciones. En cambio, se recomienda que los consejeros no ejecutivos no participen en los planes de opciones de su sociedad y si, excepcionalmente algunos pagos se hacen en opciones, se recomienda que sean previamente aprobados por la Junta general. En todo caso, se señala que las acciones que se adquieran en virtud de tales opciones deben mantenerse en poder del consejero no ejecutivo al menos un año a contar desde el momento en que abandone el Consejo.

III. RESUMEN COMPARATIVO DE LAS MEDIDAS RELATIVAS AL GOBIERNO SOCIETARIO PROPUESTAS POR EL INFORME Y LAS DISPOSICIONES VIGENTES

— El Informe recomienda la incorporación al Código de Buen Gobierno de un listado más detallado de las funciones del Consejo de administración, de su presidente y de los consejeros no ejecutivos. En la actualidad el Código no contiene una descripción completa de tales funciones.

— El Consejo de administración debe tener un tamaño suficiente para garantizar un equilibrio entre todos sus miembros teniendo en cuenta las cualidades personales y experiencia de cada uno de ellos. El Informe prevé que al menos la mitad de los miembros del Consejo de administración sean consejeros no ejecutivos independientes. En la actualidad el Código recomienda que un tercio de los miembros del Consejo sean consejeros no ejecutivos y que la mayoría de ellos sean independientes del *management*.

— El Informe recomienda la separación entre las figuras del presidente y del primer ejecutivo de la sociedad para evitar la concentración de poder en una única persona. Se definen con más detalle sus respectivas funciones y se delimitan sus responsabilidades. En la actualidad no se prevé esta diferenciación de figuras, ahora bien, la decisión de acumular las dos funciones en una misma persona debe justificarse públicamente.

(17) En la actualidad la retribución media de un consejero no ejecutivo de una sociedad británica cotizada que integre el FTSE 100 es de £ 44.000 p.a.

— Se propone la incorporación al Código de Buen Gobierno de una definición de consejero no ejecutivo independiente. 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. El Informe establece, asimismo, distintos criterios específicos relativos a tal independencia. En la actualidad el Código no contiene una definición de independencia.

— Se propone la creación de programas de formación de los consejeros no ejecutivos, tanto en el momento de su nombramiento como a lo largo del periodo de desempeño de su cargo. En la actualidad no existe previsión al respecto.

— El Informe recomienda que la actuación del Consejo, de sus Comités y de sus miembros sea evaluada al menos una vez al año. El informe anual debería contener un apartado en el que se especifiquen los resultados de esta evaluación. El Código no contiene ninguna previsión al respecto.

— El Informe considera conveniente que la duración del cargo de consejero no ejecutivo no sea superior a dos periodos de tres años, si bien se permite un periodo mayor cuando sea beneficioso para la sociedad. La reelección de los consejeros no ejecutivos deberá ser anual cuando lleven en el cargo nueve años o más. La reelección de los consejeros debería depender de que los resultados de la evaluación de su actuación hayan sido satisfactorios.

— El Informe prevé que la retribución de los consejeros no ejecutivos pueda consistir en una cantidad fija y unas dietas por asistir a las reuniones o por presidir algún Comité. No se recomienda la participación en los planes de opciones de la sociedad y si es así se requiere la aprobación de la Junta general y un periodo mínimo de tenencia de las acciones de un año a contar desde el abandono de la sociedad. En la actualidad el Código no contiene ninguna referencia a la participación de los consejeros no ejecutivos en los planes de opciones de la sociedad.

— Se considera conveniente la inclusión en el Código de disposiciones relativas a la responsabilidad de los consejeros no ejecutivos que tengan en cuenta las funciones efectivamente desempeñadas por ellos y el grado de diligencia que se les impone.

— El Informe recomienda que el Comité de nombramientos esté integrado por una mayoría de consejeros no ejecutivos independientes, a diferencia de la previsión actual en la que no exige la condición de independientes de los consejeros no ejecutivos. Se considera conveniente que este Comité esté presidido por un consejero no ejecutivo independiente y no por el presidente del Consejo como se admite por el Código. Se recomienda la elaboración de un

reglamento interno donde se concreten sus responsabilidades y se incluya un listado de sus principales funciones.

— El Comité de auditoría debería estar integrado por tres miembros como mínimo. El Informe prevé que todos sus miembros sean consejeros no ejecutivos independientes y no sólo la mayoría de ellos como establece el Código. Se concretan las funciones, actividades y responsabilidades de este Comité que deberían constar en el reglamento interno del mismo. El informe anual debería contener una sección en la que se haga referencia a tal reglamento interno y no sólo a la identidad de sus miembros como se dice en el Código.

— El Comité de retribución debería estar integrado por tres miembros como mínimo. Se recomienda que todos sus miembros sean consejeros no ejecutivos independientes.

— Se recomienda que exista una buena relación con los accionistas mediante la celebración de reuniones e información continuada a través del presidente del Consejo de administración. El Informe considera conveniente una mayor participación de los inversores institucionales en la vigilancia y control de los consejeros no ejecutivos.

EL CONVENIO DE LA HAYA SOBRE LA LEY APLICABLE A CIERTOS DERECHOS SOBRE VALORES DEPOSITADOS EN UN INTERMEDIARIO (*)

FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ (**)

*Catedrático de Derecho internacional privado
Universidad de Castilla-La Mancha*

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

- 1. Breve descripción de los sistemas de tenencia indirecta de valores.**
- 2. Problemas materiales y problemas conflictuales.**

II. DEFINICIONES E INTERPRETACIÓN (ARTÍCULOS 1 Y 13).

(*) N. de la R.: Dentro de la sección de Documentos de este número se reproduce íntegramente el texto del Convenio.

(**) El autor ha sido delegado español en los trabajos preparatorios del Convenio y miembro del comité de redacción. Ello explica que muchas de las consideraciones que se hacen a continuación pongan el acento sobre el elemento histórico-genético de las normas. Este trabajo, como es natural, sólo expresa sus opiniones personales.

RDBB núm. 90 / Abril-Junio 2003

- III. ÁMBITO DE APLICACIÓN MATERIAL DEL CONVENIO Y DE LA LEY DESIGNADA (ARTÍCULO 2).
- IV. INTERNACIONALIDAD Y UNIVERSALIDAD (ARTÍCULOS 3 Y 9). EXCLUSIÓN DEL REENVÍO (ARTÍCULO 10). ORDEN PÚBLICO Y NORMAS IMPERATIVAS (ARTÍCULO 11).
- V. DETERMINACIÓN DE LA LEY APLICABLE. CONEXIÓN PRINCIPAL (ARTÍCULO 4).

- 1. Acuerdo de las partes.**
- 2. “Test de realidad”.**

- VI. CONEXIONES SUBSIDIARIAS (ARTÍCULO 5).

- 1. Primera conexión subsidiaria.**
- 2. Conexión de cierre.**

- VII. CAMBIO DE LEY APLICABLE (ARTÍCULO 7).
- VIII. REGLA DE RECONOCIMIENTO EN LOS PROCEDIMIENTOS DE INSOLVENCIA (ARTÍCULO 8).
- IX. ESTADOS PRURILEGISLATIVOS (ARTÍCULO 12).
- X. CONFLICTO ENTRE DERECHOS REALES CONSTITUIDOS ANTES DE LA ENTRADA EN VIGOR DEL CONVENIO Y DERECHOS REALES CONSTITUIDOS DESPUÉS (ARTÍCULO 15).
- XI. CONTRATOS DE CUSTODIA ANTERIORES AL CONVENIO (ARTÍCULO 16).
- XII. RATIFICACIÓN Y ENTRADA EN VIGOR.

I. INTRODUCCIÓN

El objeto de este trabajo es describir los elementos principales del Convenio de La Haya, de 13 de diciembre de 2002, sobre *la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario* (v. sección de Documentos). Este Convenio pretende resolver algunos de los problemas de ley aplicable que plantean los llamados “sistemas de tenencia indirecta” de valores o “sistemas multinivel”: los sistemas en los cuales los valores no se tienen directamente, mediante anotación en los registros originales, sino que se hallan depositados en un *intermediario financiero*.

Para facilitar la explicación comenzaré con una descripción de la naturaleza de estos sistemas y, a continuación, expondré las soluciones dadas por el Convenio a los problemas principales que plantean ⁽¹⁾.

1. Breve descripción de los sistemas de tenencia indirecta de valores

1. Los sistemas de tenencia indirecta de valores se han generalizado en los mercados internacionales. Lo que caracteriza estos sistemas, y lo que les dota de ciertas ventajas transaccionales frente a los sistemas de tenencia directa, es el encadenamiento de anotaciones: en cada eslabón de la cadena se encuentra un intermediario financiero que sólo guarda relación contable con el eslabón inmediatamente superior y con el eslabón inmediatamente inferior; pero no con los que se encuentran por encima o por debajo de esos dos.

2. Para apreciar las particularidades de estos sistemas es conveniente rastrear sus orígenes. El concepto de “sistema de tenencia indirecta de valores” nace por contraposición al de “*sistema de tenencia directa*”. En ambos casos, el concepto se aplica a los valores representados mediante anotaciones contables. Su lógica, por consiguiente, no es la lógica cartular, sino la contable. Los valores se desincorporan o inmovilizan y pasan a estar representados por medio de anotaciones contables. Los sistemas de tenencia *directa* se caracterizan por que esta representación contable implica una relación inmediata o directa entre el titular y el registro original. Son sistemas de nivel único. El nombre del titular aparece en los registros originales de cada emisión. El establecimiento de centrales de depósito no altera necesariamente este modelo en la medida en que la central de depósito equivalga funcionalmente al registro inicial.

En estos sistemas de tenencia directa, los mecanismos de cuadro y conciliación son fáciles de aplicar: basta con mirar al registro y comprobar que no hay más títulos de los emitidos. Ello garantiza la seguridad jurídica y previene (aunque no elimina) los riesgos de inflación de títulos y, por consiguiente, los *riesgos de custodia*. Para el emisor, sólo son titulares aquellos que aparezcan en el registro correspondiente. Los titulares de los valores, a su vez, saben que lo que les legitima es la anotación en el registro original.

3. Los sistemas de tenencia *indirecta* no constituyen una alternativa al modelo anterior, sino un desarrollo diseñado para satisfacer las necesidades del

(1) Para un análisis más detenido de estos sistemas me remito a PAZ-ARES/GARCIMARTÍN, “Conflictos de leyes y garantías sobre valores anotados en intermediarios financieros”, *RDM*, 2000, pp. 1479 y ss.; *vid. también*, en la doctrina española, BOUZA VIDAL, “Garantías sobre valores representados mediante anotaciones en cuenta, en el marco de un sistema de posesión multinivel”, *RMDIP*, n.º 10, 2001, pp. 109 y ss.; en la literatura extranjera, la obra de referencia es POTOK (ed.), *Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws*, 2002 (hay recensión en la *RDM*, 2002, por M.M. Oña).

mercado internacional (aunque no sólo para este ámbito). En estos sistemas, los valores no se tienen por medio de una anotación en el registro original, sino a través de anotaciones en cuentas o depósitos de valores fungibles de uno o más intermediarios autónomos. En estos sistemas, cada intermediario, desde el emisor hasta el inversor final, sólo establece relación con sus inmediatos eslabones de la cadena y sólo aparece como titular de una cuota de valores fungibles en los registros de ese intermediario. El resultado se logra por el siguiente mecanismo. Cuando se hace la emisión inicial, los valores se inmovilizan o se anotan en los registros del emisor o de una central de depósito (nacional, como el SCLV, o internacional, como EUROCLEAR o CLEARSTREAM); en ese registro se anota quién es el titular de los valores (el Banco X, por ejemplo), titularidad que puede ser por cuenta propia y/o por cuenta de terceros; a su vez, en los registros de éste, esos valores pueden estar anotados a nombre de otro operador (la sociedad de inversión Y, por ejemplo); y en los registros de éste, a nombre de un cuarto, y así sucesivamente hasta llegar al titular final. Cada eslabón en la cadena sólo guarda relación con su inmediato anterior, pero no con los que preceden a éste. La constancia de que el inversor final en España, por ejemplo, es el titular de unos valores inicialmente anotados en Japón, sólo reside en la anotación registral de su banco o sociedad de inversión; pero, ni el emisor japonés, ni la central de depósito japonesa, ni las entidades colaboradoras (*i.e.*, que tengan cuenta en esta central), ni el resto de los intermediarios financieros (EUROCLEAR, p.ej.) hasta llegar a ese banco o sociedad de inversión españoles conocen o tienen constancia de la existencia del inversor español.

4. A los efectos de su tratamiento jurídico, es importante insistir sobre dos aspectos de esta forma de representación y ordenación de las operaciones contables. *En primer lugar, que no hay relación directa entre el emisor o la central donde están inicialmente registrados los valores y los sucesivos intermediarios*; cada participante sólo consta en los registros de su intermediario y sólo con él guarda una relación directa. Por eso, la imagen de la cadena es muy gráfica a la hora de pensar en estos sistemas de tenencia indirecta. Cada eslabón (*i.e.*, cada intermediario) sólo guarda relación directa con el anterior y el posterior; no con los demás. De este dato se deriva otro aún más importante, ya que nos va a permitir conocer exactamente qué es lo que tiene cada operador involucrado en estos sistemas y, por consiguiente, calificar jurídicamente el bien sobre el que van a recaer los derechos subjetivos. Al no existir una relación directa entre el emisor y los sucesivos intermediarios, cada partícipe sólo posee *activos derivados* o “*derechos sobre derechos*”: la posición registral de cada participante deriva de la de su predecesor y, a su vez, la de éste del suyo; así, hasta el principio de la cadena. Por esta razón, el titular sólo podría dirigirse contra el emisor remontando todos los eslabones que le preceden.

Corolario de este segundo aspecto es que *cada partícipe asume los riesgos del emisor y los riesgos de custodia de los intermediarios anteriores*. Desde

ahora es también importante ser conscientes de esta circunstancia. Si la posición registral de cada participante depende de la de su intermediario, y la de éste, a la vez, de la posición de su intermediario, es fácil comprender que cada uno soporta el riesgo de los intermediarios anteriores: *su posición siempre depende de lo que éstos tengan*. Cualquier “fallo” en los registros anteriores los padecen los posteriores. Para facilitar el análisis jurídico, es importante reparar en que esta imputación de riesgos es inherente a la propia técnica de organización del sistema, o dicho de otro modo: *es una imputación de riesgos inherente a la infraestructura transaccional*⁽²⁾.

2. Problemas materiales y problemas conflictuales

5. Desde el punto de vista jurídico, los sistemas de tenencia indirecta de valores han planteado dos problemas: uno de naturaleza material y otro de naturaleza conflictual.

El *problema material* consiste en definir cuál es la naturaleza del derecho del titular de una cuenta de valores en esos sistemas: un derecho real, un derecho contractual frente a su intermediario o un derecho de naturaleza mixta. Esto, ciertamente, es algo que no se puede responder en términos generales, sino que depende de cada ordenamiento. Hay ordenamientos que reconocen al titular un derecho de naturaleza real, oponible a terceros y resistente a la insolvencia del propio intermediario. Esto significa que si el intermediario cae en quiebra, aunque se trate de un depósito de bienes fungibles o por cuotas, el titular puede retirar sus valores de la masa *ex iure domino*. Si el intermediario no dispusiese de valores suficientes para satisfacer a todos los titulares y no resultase posible identificar los valores de cada uno, el derecho real sólo alcanzará la cuota-parte correspondiente. Hay otros ordenamientos que sólo reconocen al titular un derecho de crédito (al ser normalmente depósitos comunes de valores fungibles, se considera que nos encontramos ante un depósito irregular y que, por consiguiente, el titular sólo goza de un derecho de crédito frente al intermediario). Lo más normal es que, en tal situación, los derechos del titular no sean oponibles a terceros y no resistan la quiebra del intermediario. Por último, hay sistemas jurídicos que atribuyen una naturaleza “mixta” a los derechos del titular; por ejemplo, pese a reconocer su naturaleza de derecho de crédito les dotan de cierta resistencia a la quiebra del intermediario.

6. Los *problemas conflictuales* derivan de esa diversidad normativa. En la medida en que nos podemos encontrar con diferentes regímenes materiales,

(2) Esto no debe llevar a una conclusión errónea. Pese a estos riesgos de custodia, hay ventajas transaccionales inherentes a estos sistemas que, aparentemente, son superiores al coste asociado a sus riesgos, *vid. PAZ-ARES/GARCIMARTÍN, loc. cit.*, con más referencias.

es necesario determinar cuál de ellos nos va a definir la naturaleza de los derechos del titular. Esto es, cuál es la ley estatal aplicable para resolver la cuestión de si el titular tiene un derecho real, un derecho de crédito o un derecho mixto, y con qué características.

7. Para entender adecuadamente todos los matices del problema conflictual es necesario hacer una precisión analítica. En este problema conflictual hay que distinguir dos aspectos: *lo que es la naturaleza misma del derecho del titular y lo que es la constitución de derechos reales sobre ese derecho*. O dicho de otro modo, al menos a estos efectos analíticos conviene distinguir entre: (a) por un lado, lo que tiene el titular, y la determinación de la ley estatal que nos va a dar una respuesta a esta cuestión, y (b), por otro lado, la constitución de derechos reales sobre eso que tiene el titular, y la determinación de la ley que va a gobernar esta cuestión. El primer aspecto se vincula al “bien jurídico” y nos define ese “bien”; el segundo, a la utilización de dicho “bien” como objeto de derechos reales. Más adelante volveré sobre este punto.

8. Como dije al comienzo, el objeto de este trabajo es describir las piezas básicas del Convenio de La Haya sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario. Este convenio no establece un Derecho material uniforme aplicable a los sistemas de tenencia indirecta, sino que deja que cada Estado conserve sus soluciones materiales. El Convenio sólo se ocupa de los problemas conflictuales. Su objeto es establecer *un régimen de normas de conflicto uniformes aplicables a esos sistemas, que puedan funcionar para cualquier solución material*. Por consiguiente, este nivel de problemas es el que va a centrar el análisis.

Ha de tenerse en cuenta, en todo caso, que el propósito de este análisis no es ofrecer un comentario exhaustivo y acabado del Convenio, sino sencillamente esbozar sus líneas básicas y facilitar así su lectura. Lectura que, todo sea dicho, no es siempre fácil ni agradecida.

II. DEFINICIONES E INTERPRETACIÓN (ARTÍCULOS 1 Y 13)

9. El primer artículo del Convenio tiene por objeto definir algunos de los términos jurídicos que se emplean en el texto y aclarar posibles dudas que pudiera plantear su alcance. En cuanto a las definiciones, conviene destacar los siguientes extremos: (a) pese a alguna oposición al respecto, se mantiene una definición amplia del término “valores” para asegurar una aplicación extensa del Convenio que alcance a cualquier instrumento financiero que pueda depositarse en un intermediario financiero [art. 1.a)]. Esto se justificó en la medida en que la clave para definir los supuestos en los que se aplica el Convenio no es el concepto de “valores”, sino el hecho de que los valores o instrumentos financie-

ros en general se tengan depositados en un intermediario financiero. La idea es que *el Convenio ha de aplicarse a cualquier instrumento financiero susceptible de ser depositado en un sistema multinivel o de tenencia indirecta*. Se mantiene también expresamente la exclusión del campo de aplicación del convenio de las deudas en dinero [aunque *vid. art. 2.1.g*]. (b) Durante la última fase de la negociación, se añadieron algunas definiciones nuevas; entre ellas merecen destacarse la definición de “establecimiento” cuyo objeto es completar la nueva versión del artículo 4 y la de contrato de cuenta de valores también con el objeto de complementar dicho precepto. El contenido de estas definiciones lo iremos viendo al estudiar los artículos en los que deben encajarse.

10. En relación a los demás apartados del artículo 1 conviene destacar los siguientes extremos.

(a) Que este convenio se aplica también a las centrales de depósito (*vid. art. 1.4*). El significado de este precepto es doble: por un lado, asegura que el primer eslabón de la cadena (esto es, la central de depósito) puede acogerse también al Convenio y, por consiguiente, puede oponer a los eslabones inferiores las soluciones normativas de dicho texto; y, por otro lado, asegura la aplicación del Convenio a los sistemas de tenencia directa. Es cierto que, en estos casos, la solución del Convenio es inmediata y, en gran medida, innecesaria: se aplica la ley de la central de depósito ya que es el único intermediario presente. La única razón de incluirlos fue propiciar mayor seguridad jurídica: así se ofrece una solución conflictual que sea aplicable para cualquier modelo (directo o indirecto) de tenencia registral o contable de valores.

Durante las negociaciones del Convenio se discutió la necesidad de este apartado 1.4, ya que si nos fijamos en la definición de intermediario que contiene el art. 1.1.c parece claro que en ella se incluyen las centrales de depósito (según esa definición, intermediario significa toda persona que, en el ámbito de su actividad profesional o de otra actividad regular, mantiene cuentas de valores a nombre de otros o a su propio nombre y a nombre de otros, y actúa en esa calidad). Sin embargo, se prefirió mantener el apartado 1.4 para despejar cualquier posible duda.

(b) Como vamos a ver posteriormente, la clave para determinar la ley aplicable es la figura del *intermediario relevante*. Esto es, dentro de la cadena de intermediarios, el Convenio se fija en uno de ellos y a partir de él identifica la ley aplicable. Ese eslabón es el que denomina “intermediario relevante”. El intermediario relevante aparece definido en el art. 1.1.g) como aquel intermediario que *mantiene la cuenta de valores a nombre del titular*. Si nos fijamos bien en cómo funcionan los sistemas de tenencia indirecta, esto significa que *todos son intermediarios relevantes, pero cada uno lo es frente a un titular diferente*; lo que implica, en definitiva, es que la ley aplicable se determina por separado para cada eslabón de la cadena.

Ante la diversidad de modelos existente en el mundo, la determinación de cuándo nos encontramos ante un intermediario planteó ciertos problemas. El artículo 1.3 pretende resolver algunos de ellos, ya que expresamente excluye del concepto de intermediario, a los efectos del Convenio, a aquellos que actúan como *meros* (el artículo incluye el adverbio *merely* conscientemente) registros o agentes del emisor y aquellos que, pese a tener un reflejo de las cuentas, actúan como meros transmisores de órdenes de los titulares. Este segundo supuesto está pensado para los sistemas escandinavos en los que la central de depósito es quien mantiene la cuenta, pero no acepta órdenes directas del titular, sino de una entidad que actúa como agente de este último. Estos agentes no son intermediarios a los efectos del Convenio. De la suma del artículo 1.1.g) y 1.3 se extrae la idea de que la clave para definir cuándo estamos ante un intermediario es el término “mantener cuentas”: mantener debe entenderse como tener un control directo sobre las cuentas y, por ello, tener un control directo sobre las anotaciones. Conocer el contenido y titularidad de las cuentas no es “mantener” y, por ello, no es determinante el hecho de tener mera información sobre las cuentas (por ejemplo, porque tenga un reflejo de ellas o porque deba tener una copia o actualización periódica); tampoco es determinante el hecho de que se reciban órdenes directas del titular.

Por su parte, el art. 1.5 cumple una función parecida, aunque en sentido contrario. El art. 1.5 establece una posibilidad de declaración cuyo objeto es permitir que figuras que en principio serían subsumibles en el concepto de intermediario, ya que “mantienen” cuentas de valores, puedan excluirse de esa consideración. El artículo está pensado en el sistema de CREST o equivalentes, donde el intermediario actúa como operador de un sistema que anota directamente en los registros del emisor, pero ambos se localizan en Estados distintos. En el caso de CREST, los emisores son compañías irlandesas, pero CREST, desde Londres, opera directamente las anotaciones en los registros del emisor. El objeto del art. 1.5 es permitir que Irlanda, como país cuya ley rige los valores, haga una declaración excluyendo a CREST como un intermediario. La consecuencia práctica es que CREST no se considerará intermediario y, por ellos, las relaciones serán directamente entre el registro del emisor en Irlanda y el titular de las cuentas en CREST.

(c) El Convenio determina la ley aplicable no sólo a los actos de disposición de la cuenta de valores a favor de un tercero (por ejemplo, un acreedor que la recibe como garantía), sino también a los actos de disposición a favor del propio intermediario (cuando éste es el acreedor que recibe la cuenta como garantía, por ejemplo) y a las posibles preferencias legales a favor del intermediario derivados de la actividad de mantenimiento de cuentas (art. 1.2). Las demás preferencias legales quedarán sujetos a sus propias conexiones.

11. El artículo 1 guarda estrecha relación con el *artículo 13*. Según este último: en la interpretación del Convenio, deberá tenerse en cuenta su carácter internacional y la necesidad de asegurar una aplicación uniforme. Para entender el sentido de este último precepto hay que recordar lo siguiente. El Convenio de La Haya establece un régimen conflictual uniforme; esto garantiza la armonía internacional de soluciones y previene el *forum shopping*. Pero para asegurar este objetivo no basta con fijar reglas comunes; es necesario que esas reglas sean interpretadas y aplicadas también de manera uniforme. Escaso tributo se daría al fin del Convenio si, pese a tener reglas comunes, cada Estado las interpretase de manera distinta. El sentido y fin del artículo 13 es evitar que esto se produzca. Esta uniformidad interpretativa se facilita al recoger en el artículo 1 una larga lista de definiciones legales.

III. ÁMBITO DE APLICACIÓN MATERIAL DEL CONVENIO Y DE LA LEY DESIGNADA (ARTÍCULO 2)

12. El artículo 2 determina el ámbito de aplicación *material* del Convenio. Según este precepto, el Convenio sólo determina la ley aplicable a: (a) los derechos sobre la cuenta de valores (sean éstos contractuales, reales o mixtos), es decir, los derechos derivados de la anotación de valores en las cuentas que lleva el intermediario, y (b) la constitución de derechos reales sobre esos derechos (cesión de propiedad plena de la cuenta de valores, cesión de propiedad en garantía o prenda). El Convenio no determina la ley aplicable a las relaciones contractuales subyacentes (ésta se determinará conforme al Convenio de Roma de 19 de junio de 1980), ni determina la ley que rige los valores (*i.e.*, la *lex creationis*).

13. La estructura del artículo 2 es muy sencilla. El apartado primero establece las cuestiones que regula el Convenio, el apartado segundo aclara que el Convenio se aplica también a la constitución y a la eficacia de los derechos reales sobre créditos y el apartado tercero aclara lo que queda fuera del ámbito de aplicación del Convenio.

Para entender correctamente el alcance de este artículo hay que volver sobre la distinción analítica que hicimos al comienzo: una cosa es la naturaleza y contenido de los derechos del titular de la cuenta [*infra* (a)] y otra cosa distinta es la constitución de derechos reales sobre aquellos derechos [*infra* (b)].

(a) En cuanto al primer aspecto, el Convenio determina la ley estatal aplicable a los derechos del titular de la cuenta. Esta ley nos dirá si la naturaleza de esos derechos es contractual, real o mixta. Este es el sentido del art. 2.1.a). A partir de aquí, se establece una distinción según cuál sea esa naturaleza: (i) Si conforme a la ley aplicable la naturaleza es *puramente contractual*, el Convenio dejará de aplicarse [este es el significado del artículo 2.3.a)] y habrá que acudir

al Convenio de Roma de 19 de junio de 1980. (ii) Si es *mixta o jurídico-real*, el Convenio de La Haya sí que determinará la ley aplicable a los derechos del titular de la cuenta y, por consiguiente, la ley que rige el contenido de esos derechos. La ley designada por el Convenio nos dice también si un derecho contractual cristaliza como real en situaciones de insolvencia, como sucede en algunos ordenamientos.

(b) En cuanto al segundo aspecto, el Convenio determina la ley aplicable a la constitución de derechos reales sobre los derechos del titular de la cuenta, con independencia de su naturaleza. Esto es, el Convenio se aplica a los efectos frente a terceros o frente al intermediario de cualquier disposición, plena o limitada, sobre esos derechos. Los apartados del Art. 2.1.b) a g) establecen esta idea y tipifican lo que se debe comprender bajo el concepto de derechos reales. El artículo 2.2 aclara que el Convenio se aplica también a los derechos reales que recaigan sobre derechos puramente contractuales. En todo caso, los aspectos contractuales de estas transacciones quedan fuera del Convenio [artículo 2.3.a) y b)].

Ejemplo: Imaginemos un titular que pignora su cuenta de valores depositada en un intermediaria (I) a favor de una entidad de crédito (EC). En este supuesto, el Convenio designa la ley material que nos dirá: (a) Cuál es la naturaleza de los derechos del titular de la cuenta y cuál es el contenido jurídico real de esa titularidad. El contenido puramente obligacional (según la ley material designada por el Convenio) quedará fuera del ámbito de aplicación del Convenio y, por consiguiente, podrá someterse a la ley designada por el Convenio de Roma de 19 de junio de 1980. (b) La ley aplicable a los aspectos jurídico-reales de la pignoración de los derechos del titular (incluso si son puramente contractuales), en concreto, la ley designada por el Convenio nos dirá los requisitos para perfeccionar la prenda, la preferencia de EC frente a otros acreedores, los requisitos para su ejecución, etc. El contrato entre el titular y EC, del cual trae causa la prenda, queda fuera del ámbito del Convenio.

14. En ningún caso el Convenio determina la ley aplicable a los derechos y deberes del emisor de los valores o de la persona encargada de su registro [artículo 2.3.c)].

IV. INTERNACIONALIDAD Y UNIVERSALIDAD (ARTÍCULOS 3 Y 9). EXCLUSIÓN DEL REENVÍO (ARTÍCULO 10). ORDEN PÚBLICO Y NORMAS IMPERATIVAS (ARTÍCULO 11)

15. El Convenio tiene un ámbito de aplicación muy amplio: se aplica siempre que la situación presente un elemento objetivo de internacionalidad. Durante las discusiones se consideró que se satisface ese requisito en aquellos

supuestos en los cuales los únicos elementos extranjeros son la cláusula de elección y la existencia de un establecimiento del intermediario en el Estado en cuestión o cuando los únicos elementos extranjeros son los valores. Sólo se excluye y, por lo tanto, no se considera como “internacional” a los efectos del Convenio, aquella situación en la que el único elemento de internacionalidad es la ley elegida: esto es, todos los elementos objetivos (los valores, el intermediario, sus establecimientos y el titular de la cuenta) se localizan en un Estado, pero las partes escogen como ley aplicable la de un Estado distinto. Aunque es cierto que su trascendencia práctica es mínima ya que tanto si se aplica el Convenio, como si no, la ley material aplicable acaba coincidiendo.

16. El Convenio, además, se aplica sin condición de reciprocidad, esto es, se aplica aunque la ley designada sea la de un Estado *no parte* del Convenio (artículo 9). De la remisión se excluyen las normas de conflicto: *i.e.*, no se admite el reenvío (artículo 10).

17. Dentro de este grupo de cláusulas generales que contiene el Convenio, se incluyen también la excepción de orden público (artículo 11.1) y la salvaguardia de las “normas de policía” del foro, esto es, aquellas que se aplican con independencia de la ley designada (artículo 11.2). Sobre las normas de policía de terceros Estados el Convenio guarda silencio, lo que, en principio, se entendió como una exclusión (sin perjuicio, claro está, de que puedan ser tenidas en cuenta a través de la *lex causae*).

En relación a ambos elementos, el apartado 3 del artículo 11 tiene una finalidad preventiva: impedir que un Estado pueda considerar como “ley de policía” o como un componente de su orden público aquellas normas que establecen ciertos requisitos de forma como condición de constitución de un derecho real o como condición para otorgar prioridad de ese derecho.

Ejemplo: Imaginemos que el litigio tiene lugar en un Estado (F1) donde sólo se reconoce un derecho de prenda frente a un deudor domiciliado en dicho Estado si la prenda se ha registrado allí. Sin embargo, la ley aplicable a los derechos reales según el Convenio es la ley de un Estado distinto (F2); en concreto, la del intermediario relevante, (*infra*). El artículo 11.3 tiene como fin impedir que F1 pueda calificar su norma relativa al registro como ley de policía y, por consiguiente, negarse a reconocer una prenda constituida válidamente en F2.

V. DETERMINACIÓN DE LA LEY APLICABLE. CONEXIÓN PRINCIPAL (ARTÍCULO 4)

18. Para designar la ley aplicable se tomó como punto de partida una regla ya consolidada en muchos ordenamientos: la llamada “ley PRIMA” (*Place of the Relevant Intermediary Approach*). El propósito de esta regla es asegu-

rar que la localización se busque en el intermediario relevante, esto es, el intermediario que lleva las cuentas de valores, y consiguientemente evitar que los valores se localicen en el país del emisor o registro inicial (*i.e.*, evitar lo que técnicamente se conoce como *looking through Approach*)⁽³⁾. Los artículos 4 y 5 expresan el primer aspecto de la regla y el artículo 6.º el segundo.

Advertencia. Ha de tenerse en cuenta que esta solución conflictual conlleva un fraccionamiento de los derechos y una estructuración particular de las posiciones jurídicas. En la cadena de intermediarios, la conexión no se centraliza y por ello ley aplicable no es única, sino que, como hemos dicho, cada intermediario es el intermediario relevante en relación a su titular y cada eslabón tiene su propia ley aplicable. Esto se comprende mejor si se recuerda que lo que tiene el titular de la cuenta no es un derecho original (frente al registro inicial) sino un derecho derivado frente a su intermediario. Este derecho es oponible a terceros que se encuentren en su mismo nivel y a intermediarios inferiores, pero no a intermediarios que se encuentren por encima.

19. Cuando el intermediario relevante tiene todas sus oficinas o sucursales en un mismo Estado, la determinación de la ley aplicable no es problemática. Será la ley de dicho Estado. Sin embargo, cuando el intermediario tiene distintas sucursales o establecimientos en distintos Estados es necesario concretar esa regla. Este es el objetivo del artículo 4.

20. Inicialmente, para concretar la regla PRIMA en esos supuestos se partió de la idea de *localizar la cuenta* (que, de hecho, es la solución que subyace en las Directivas comunitarias sobre firmeza, 98/26, artículo 9.2; sobre saneamiento de entidades de crédito, 2001/24, artículo 24; o sobre acuerdos de garantía financiera, 2002/47, artículo 9): *la ley aplicable sería la del Estado de la sucursal del intermediario relevante donde se localice la cuenta de valores*.

Sin embargo, durante la última fase de la negociación, la idea de utilizar la localización de la cuenta como criterio de conexión se rechazó por varias razones.

(a) En primer lugar, por los problemas de “doble lectura” que presentaba esa solución: mientras que para algunos países bastaba que las partes localizaran subjetivamente la cuenta en un Estado para que se aplicase esa ley (con independencia de mayores requisitos), para otros resultaba necesario que el intermediario localizase objetivamente la cuenta en dicho Estado (p. ej., asignándole un código que así lo pruebe, localizándola ahí a efectos contables,

(3) Sobre la racionalidad de esta solución, detenidamente, PAZ-ARES/GARCIMARTÍN, *loc. cit.*

fiscales, etc.). Esta doble interpretación generaba una incertidumbre poco deseable.

(b) En segundo lugar, por los problemas de “*second guessing*”: si se entiende que debe exigirse una localización objetiva, tal y como funcionan hoy en día las cosas, es muy difícil y en algunos casos imposible fijar ese lugar, de tal modo que cualquier localización será ficticia y las partes quedarían en manos del juez, *quien debería “adivinar” en qué sucursal está la cuenta*. Todo esto también incrementaría la inseguridad.

(c) Por ser un rodeo innecesario: en la medida en que esa localización va a quedar siempre en manos de las partes, lo menos hipócrita es admitir expresa y directamente el juego de la autonomía de la voluntad.

(d) Por último, porque no se adapta a la práctica más común en muchos Estados que no hace referencia alguna a la localización de cuentas a la hora de regular derechos reales.

21. Ante esos inconvenientes, se optó por una concreción distinta, basada en el juego de dos elementos: (a) acuerdo de las partes sobre la ley aplicable, presumiéndose, además, que es la misma que rige el contrato, y (b) existencia de una sucursal del intermediario en el Estado cuya ley se ha elegido. Esto es, “acuerdo + test de realidad”.

1. Acuerdo de las partes

22. El primer elemento es el acuerdo de las partes. Conforme al tenor del artículo 4.1, la ley aplicable a *todas* las cuestiones enumeradas en el artículo 2.1 será la ley elegida por las partes en el contrato de cuenta. El concepto “contrato de cuenta” se define como el contrato celebrado con el intermediario que rige la cuenta de valores [art. 1.1.e)]. En principio, esa ley es la misma ley que se haya elegido como aplicable al propio contrato, esto es, a los aspectos contractuales (= *lex contractus*). En este sentido, el Convenio parte de un principio de extensión: la ley que las partes han escogido como ley aplicable al contrato se extiende a los aspectos enumerados en el artículo 2.1 del Convenio. No obstante, las partes en el contrato de cuenta pueden elegir una ley distinta, esto es, pueden escindir los aspectos contractuales y los reales, y escoger leyes diferentes para cada uno; o incluso limitar su elección sólo a los aspectos enumerados en el art. 2.1 del Convenio.

23. En cuanto a la *forma* del acuerdo, se exige que sea expreso. Inicialmente se consideró que podía ser válido también un acuerdo implícito, pero durante las negociaciones esta posibilidad fue mayoritariamente rechazada con el objeto de garantizar certeza jurídica y prevenir la litigiosidad. No ha de olvidarse que la eficacia de este acuerdo no es inter-partes, sino frente a terce-

ros. La mejor manera de asegurar la transparencia frente a terceros es exigiendo que el acuerdo sea expreso.

El problema del consentimiento y sus posibles defectos se someten a las reglas generales de los contratos (incluidas las normas de Dopr). Si conforme a esas reglas hay un acuerdo válido sobre ley aplicable, el Convenio exige que sea explícito. Los acuerdos implícitos no valen a los efectos del Convenio. Naturalmente esto no implica que no valgan a efectos contractuales (lo que significa que el contrato quedará sometido a la ley implícitamente elegida por las partes, pero las cuestiones enumeradas en el artículo 2.1 del Convenio quedarán sujetas a la ley aplicable según el artículo 5, es decir, la norma de conflicto subsidiaria, *infra*). Si conforme a las reglas anteriores hay un acuerdo que satisface esos requisitos, dicho acuerdo es válido a los efectos del Convenio. En principio, cualquier límite externo que las normas de Dopr aplicables a los contratos puedan imponer no podrá tener como efecto frustrar la aplicación del artículo 4.º Ejemplo. Supongamos que las normas de Dopr de un Estado parte del Convenio sólo permiten a las partes escoger la ley aplicable al contrato siempre que coincida o con el domicilio de cualquiera de ellas, o con el lugar de celebración o con el lugar de cumplimiento. Esto es, permite la elección de la ley aplicable, pero dentro de un menú limitado. El Convenio, por el contrario, no limita el menú (salvo en lo que veremos a continuación). Pues bien, si el acuerdo es intrínsecamente válido y expreso, pero las partes han elegido la ley de un Estado que no está dentro del menú, dicha elección no será válida en cuanto a la determinación de la *lex contractus*, pero sí en cuanto a la aplicación del artículo 4 (1) del Convenio. Y viceversa, si no se satisface el test de realidad que vamos a explicar a continuación, la elección de la *lex contractus* podrá ser perfectamente válida a efectos contractuales, pero no a los efectos del artículo 4.1.

2. “Test de realidad”

24. Las partes no tienen libertad absoluta para elegir la ley aplicable. El llamado “test de realidad” que se establece en el artículo 4.1 tiene por objeto limitar sus opiniones. En concreto, su sentido es evitar que las partes puedan designar como ley aplicable la ley de un Estado donde el intermediario no realiza actividad alguna de mantenimiento de cuentas. Por ejemplo, que puedan elegir el Derecho de Bahamas cuando el intermediario no tiene ningún establecimiento en Bahamas donde se lleven a cabo regularmente actividades de mantenimiento de cuentas de valores.

25. Los inconvenientes que pueda plantear la lectura de este artículo obedecen a una razón muy sencilla: no es fácil fijar una regla que exija algún tipo de conexión real con el Estado elegido sin abrir la puerta a fórmulas ambiguas que pongan en peligro el objetivo de certeza jurídica que preside el texto

convencional. Por eso, la solución final responde a una suma de tres elementos: (a) es necesario que el intermediario tenga un establecimiento en el Estado cuya ley se ha escogido; (b) se tipifican ciertas actividades que deba realizar dicho establecimiento para que satisfaga el “test de realidad” (técnica de la “lista blanca”); y (c) se excluyen actividades que se consideran insuficientes para satisfacer dicho test (técnica de la “lista negra”).

(a) En primer lugar, se exige que el intermediario tenga un establecimiento en el Estado cuya ley se ha escogido. El propio Convenio da una definición del término establecimiento en el artículo 1.1.j). Los elementos básicos de dicha definición son tres. En primer lugar, la idea de presencia del intermediario. Es necesario que se trate de un centro de operaciones donde el intermediario lleva a cabo alguna de sus actividades; no se exige que se trate de actividades de mantenimiento de cuentas (este requisito sólo va a jugar a efectos del artículo 4, *infra*). En segundo lugar, es necesario que esa presencia sea regular o, como dice expresamente el precepto, que no sea meramente transitoria. El requisito de la temporalidad, además, se subjetiviza: la idea no es que haya sido temporal, sino que intencionalmente lo fuese. Es cierto que este requisito planteó algunos problemas por su incertidumbre (¿cuánto tiempo es necesario para considerar que una presencia no es meramente transitoria?). Sin embargo, se estimó que dicha incertidumbre, primero, no era tal ya que la práctica enseña que no es algo difícil de concretar y, segundo, que en todo caso era un riesgo inevitable. En tercer lugar, es necesario que se trate de establecimientos que dependan legalmente del intermediario: los establecimientos de filiales o de otras personas jurídicas quedan excluidos.

(b) A continuación, se fija una “lista blanca”. A los efectos del artículo 4 no es suficiente con que el intermediario tenga un establecimiento tal y como se define en el artículo 1, sino que es necesario que dicho establecimiento *participe en actividades de mantenimiento de cuentas*. Es importante subrayar que estas actividades se predicen del mantenimiento de cuentas en general, no de la cuenta en particular. En concreto, el artículo 4.1 establece que el intermediario relevante ha de tener, en el momento de celebrar el contrato, un establecimiento en dicho Estado, el cual: (1) sólo o con otros establecimientos del intermediario relevante o de otras personas actuando para el intermediario relevante en ese mismo Estado o en otro Estado: (i) efectúa o supervisa anotaciones en cuentas de valores; o (ii) realiza la administración de pagos o de otras actividades societarias relativas a los valores anotados en el intermediario; o (iii) participa, de cualquier otra manera, en una actividad profesional o regular de mantenimiento de cuentas; (2) o es identificado como un lugar donde se mantienen cuentas de valores mediante un número de cuenta, un código bancario o cualquier otro modo de identificación particular. En este segundo caso, el número de identificación debe cumplir dos funciones: identifica una oficina como un

lugar donde se mantienen cuentas de valores y, además, identifica que se mantienen en ese Estado.

Sobre este texto conviene comentar dos cosas. La primera, que el término “*sólo o con otros establecimientos del intermediario relevante o de otras personas actuando para el intermediario relevante en ese mismo Estado o en otro*” tiene como objetivo permitir que ciertas actividades vinculadas al mantenimiento de cuentas se puedan subcontratar, esto es, que el intermediario subcontrate ciertas actividades relativas al mantenimiento de cuentas con empresas distintas. Lo cual comienza a ser bastante común en la práctica. En todo caso, el establecimiento del intermediario debe tomar parte, aunque sea parcialmente, en esas actividades. La segunda, que el concepto de “*participa, de cualquier otra manera, en una actividad profesional o regular de mantenimiento de cuentas*” planteaba un problema a bastantes delegaciones por su ambigüedad o amplitud. Ante la dificultad de obtener mayor concreción en el texto, se acordó que el Informe explicativo del Convenio abordase expresamente ese concepto y estableciese algunos ejemplos de las situaciones que comprende.

(c) En tercer lugar, el “test de realidad” se completó con una “lista negra”. Esto es, la enumeración de una serie de actividades que no son suficientes para considerar que el intermediario tiene en dicho Estado un establecimiento que está involucrado en el mantenimiento de cuentas de valores. Y, por consiguiente, si la ley elegida fuese la ley de ese Estado, la elección no será válida a los efectos del artículo 4 del Convenio. Son supuestos en los cuales sí que se satisface el requisito del establecimiento, tal y como lo define el artículo 1.1.j), pero ese establecimiento participa en actividades que no tienen nada que ver, al menos directamente, con el mantenimiento de cuentas de valores. Conforme a esa “lista negra” no se considera que un establecimiento participa en actividades de mantenimiento de cuentas de valores: (i) por el mero hecho de que sea un lugar donde se encuentra la tecnología que soporta los registros o el procesamiento de datos relativos a cuentas de valores; (ii) por el mero hecho de sea un lugar donde se localizan u operan centros de llamadas para la comunicación con los titulares de las cuentas; (iii) por el mero hecho de que sea un lugar donde se organizan y archivan las comunicaciones relativas a las cuentas de valores; (iv) si sólo participa en actividades de representación o de administración, diferentes de las relativas al establecimiento o mantenimiento de cuentas de valores, y no tiene capacidad para tomar decisiones comerciales por cuenta del intermediario que representa, incluida la contratación de cuentas de valores. El último supuesto se refiere a lo que en la práctica bancaria se conoce como oficinas de representación.

La “lista negra” no se predica del artículo 4.1.b) porque se consideró que el hecho de que haya un sistema que asigne códigos bancarios, o sistemas de identificación equivalentes, a un establecimiento es un elemento suficiente para

considerar que dicho establecimiento participa en actividades de mantenimiento de cuentas.

26. La exigencia del “test de realidad” se concreta temporalmente en el momento de celebración del acuerdo. La desaparición posterior de los requisitos que exige este “test de realidad” (por ejemplo, por cierre del establecimiento) no cambia la ley aplicable.

27. El último apartado del artículo 4 tiene como finalidad resolver el problema de la disposición de la cuenta de valores *a favor de intermediario*. El supuesto típico en el que se está pensando es una cesión en garantía de la titularidad de la cuenta, no a favor de un tercero acreedor, sino a favor del propio intermediario cuando éste es el acreedor. La situación es equivalente a una extinción de los derechos del titular de la cuenta. El problema que plantea esta situación es la determinación de la ley aplicable a esa “extinción” de derechos y a la consiguiente adquisición por el intermediario. Durante mucho tiempo se consideró que este problema no requería una respuesta expresa en el Convenio: resultaba claro que la ley aplicable sería la misma que regía la propia cuenta de valores antes del acto de disposición, es decir, la extinción de los derechos del titular se somete a la misma ley que rige su constitución. Sin embargo, en la fase final, y ante las dudas suscitadas por algunas delegaciones, se consideró oportuno establecer expresamente esa regla (en particular, para prevenir la aplicación de la ley del intermediario superior o para prevenir que el intermediario relevante escogiese unilateralmente la ley aplicable). El apartado 4.3.c está concebido para resolver ese mismo problema de la cesión a favor del intermediario cuando entre éste y el titular de la cuenta no hay contrato (caso de las centrales de depósito escandinavas, *infra* n.º 32 *in fine*).

VI. CONEXIONES SUBSIDIARIAS (ARTÍCULO 5)

28. Para los casos en los que la conexión fijada en el artículo 4 no sea operativa (bien porque las partes no hayan elegido la ley aplicable, bien porque la elección no sea válida o no satisfaga el “test de realidad”), el artículo 5 añade una cascada de conexiones. La idea es la siguiente: primero, aplicar la ley donde se localiza la sucursal del intermediario a través de la cual contrató el titular y, en su defecto, la del Estado de incorporación del intermediario.

1. Primera conexión subsidiaria

29. Si no hay acuerdo, no es válido o el acuerdo no satisface el “test de realidad”, entonces la primera conexión subsidiaria busca la sucursal del intermediario relevante a través de la que contrató el titular. El *artículo 5.1* pretende expresar esta idea.

30. En las versiones iniciales del Convenio, se establecía una conexión subsidiaria única: la ley del lugar de incorporación del intermediario. En la última fase de la negociación se introdujo una regla intermedia con el fin de asegurar una “mayor proximidad” entre el supuesto y la ley aplicable para cierto tipo de casos. En concreto, el supuesto que se invocó fue el siguiente: imaginemos un intermediario financiero incorporado en Suecia; el titular de la cuenta es español y reside en España; el contrato se celebra en España a través de una sucursal que el intermediario tiene en Madrid. En este caso, si las partes no han escogido el Derecho español como ley aplicable, la referencia al lugar de incorporación llevaría a aplicar el Derecho sueco. Sin embargo, todo el mundo estuvo de acuerdo en que parecía más razonable, a la vista de las circunstancias, que en ese tipo de supuestos se aplicase el Derecho español. De hecho, la “presencia” del intermediario en el mercado español a través de un establecimiento conduce a considerar el Derecho español como la sede natural de la relación. Éste es el razonamiento que subyace en el artículo 5.1.

31. Para entender su formulación hay que tener en cuenta el equilibrio al que responde este precepto. Por un lado, la idea de que si el intermediario contrató con el titular a través de una sucursal ha de aplicarse la ley del Estado donde se localiza dicha sucursal. Así, por ejemplo, si el titular de la cuenta contrató con una sucursal en España de una entidad financiera extranjera, la idea es aplicar el Derecho español. Pero, por otro lado, la fórmula habría de articularse de modo que no generase demasiada incertidumbre, esto es, que cualquier parte interesada (típicamente, futuros acreedores a quienes se les va a ofrecer la cuenta como garantía) pudiesen fácilmente identificar cuál es la sucursal a través de la que se contrató y, en consecuencia, cuál es la ley aplicable. Por eso se exige una identificación de la sucursal de manera expresa e indubitada (*expressely and unambigously*) que derive del texto del contrato [*stated in a written account agreement, vid.* la definición en el artículo 1.1.n)], y además de los elementos iniciales y finales del contrato, no del clausulado intermedio; este es el sentido que tienen los apartados a), b), c), d) y e) del artículo 5.1. Si de ahí no se deriva claramente nada o se derivan localizaciones contradictorias, entonces se ha de acudir a la conexión de cierre.

2. Conexión de cierre

32. El artículo 5.2 establece que cuando la conexión anterior no funciona, ha de estarse al país de incorporación o constitución del intermediario, y si no se trata de una sociedad que tenga un lugar de incorporación o constitución, el ordenamiento bajo el cual se haya organizado. El artículo resuelve varios problemas que puede plantear la concreción de este criterio: (i) la referencia es al Estado o, en el caso de un Estado plurilegislativo, a una de sus unidades territoriales; (ii) si el intermediario no es una sociedad, se ha de atender a su

centro de operaciones y si tiene varios, el principal; (iii) en un Estado plurilegislativo, cuando el intermediario se haya incorporado a nivel estatal, se atiende igualmente al centro de operaciones y si tiene varios, al principal; (iv) por último, el artículo 5.º concreta la ley aplicable en el momento en el cual se celebra el acuerdo por escrito. En los supuestos en que no haya acuerdo por escrito, o que directamente no haya acuerdo (como sucede con las centrales de depósito en los países escandinavos donde el titular de la cuenta no tiene un vínculo contractual con la central de depósito, sino una vinculación puramente legal establecida a través de un agente), el momento relevante es el de apertura de la cuenta.

VII. CAMBIO DE LEY APLICABLE (ARTÍCULO 7)

33. Durante la última fase de la negociación, el problema del *cambio de ley aplicable* mereció una atención particular. En principio, no cabe ninguna duda de que las partes pueden libremente cambiar la ley aplicable (igual que un bien tangible se puede llevar de un Estado a otro). El problema se plantea cuando ese cambio afecta a un derecho constituido conforme a la ley anterior. La situación en la que se piensa es la siguiente: En un momento inicial, la ley aplicable es el Derecho de un Estado cualquiera (F1); bajo ese ordenamiento un acreedor constituye un derecho real sobre la cuenta valores sujeto a la ley de F1; posteriormente, las partes en el contrato de cuenta, sin el consentimiento (ni el conocimiento) del acreedor, deciden cambiar la ley aplicable y escogen, por ejemplo, el Derecho de F2. La nueva ley satisface los requisitos que exige el Convenio para que sea aplicable (el “test de realidad”, *supra*, n.º 25). Al margen de la eventual responsabilidad contractual, la pregunta clave es qué sucede con las garantías reales del acreedor inicial una vez que las partes han cambiado la ley aplicable. ¿Tiene que volver a constituir su garantía conforme al Derecho de F2 o no? La situación es análoga a la de los bienes tangibles sobre los que se ha constituido una garantía real no posesoria y se desplazan a un nuevo Estado; ¿se reconoce o no la garantía anterior?

Para responder a esta cuestión, se discutieron cuatro tipos de situaciones:

- (i) el conflicto surge sólo entre el acreedor, el titular de la cuenta (deudor) y el intermediario; por ejemplo, porque el acreedor pretenda ejecutar su garantía;
- (ii) el conflicto surge con un nuevo acreedor no garantizado que se dirige contra el deudor y pretende obtener un embargo sobre la cuenta;
- (iii) el conflicto surge con el síndico de una quiebra abierta contra el deudor (titular de la cuenta) que pretende incorporar la cuenta a la masa activa;
- (iv) el conflicto surge entre el acreedor inicial y un nuevo acreedor que ha constituido una garantía real sobre la misma cuenta de conformidad con el Derecho de F2.

34. La solución adoptada finalmente se basa en la siguiente idea: se protegen de los derechos adquiridos conforme a la ley anterior, salvo que se

produzca una nueva disposición conforme a la nueva ley, en cuyo caso la preferencia entre ambas disposiciones se sujeta a la nueva ley. Esta idea es la que está expresada de modo casuístico en el artículo 7.

El apartado 3 establece la regla general: las partes pueden cambiar la ley aplicable y, por consiguiente, la nueva Ley rige las cuestiones enunciadas en el artículo 2.1. El apartado 4 se encarga de salvaguardar los derechos adquiridos conforme a la ley anterior y para ello establece que dicha ley seguirá siendo aplicable para determinar la adquisición de un derecho conforme a ella y para oponer ese derecho frente: (a) al titular de la cuenta; (b) el intermediario; (c) cualquier otro acreedor general que pretenda obtener un embargo sobre la cuenta de valores; (d) el síndico en un procedimiento de insolvencia abierto después del cambio de ley. Si, con posterioridad al cambio hay una nueva disposición conforme a la nueva ley (por ejemplo, se da una prenda a otro acreedor sobre la misma cuenta), el derecho de prenda anterior se reconoce, pero la prioridad entre el acreedor pignoraticio anterior y el nuevo se somete a la nueva ley. Si, en cambio, el conflicto es entre dos acreedores pignoraticios que constituyeron sus derechos bajo la ley anterior, la prioridad se decide conforme a dicha ley; salvo que uno de ellos constituya una nueva prenda conforme a la nueva ley, en cuyo caso la prioridad se sujeta a ésta (*vid.* apartado 5 del artículo 7).

VIII. REGLA DE RECONOCIMIENTO EN LOS PROCEDIMIENTOS DE INSOLVENCIA (ARTÍCULO 8)

35. El objetivo del artículo 8 es proteger los derechos de un acreedor cuyo crédito se haya garantizado con un derecho real sobre la cuenta de valores en el supuesto en el que el titular de la cuenta o el intermediario caigan en quiebra. No obstante, esa tutela no pretende alterar las reglas propiamente concursales. El artículo 8 establece esta doble idea en dos apartados.

36. El apartado primero es una “regla de reconocimiento” y su objeto es asegurar que la apertura de la quiebra no provocará un cambio de la ley aplicable a un derecho constituido antes de dicha apertura; esto es, el juez del concurso no puede negarse, por ejemplo, a reconocer un derecho de prenda válidamente constituido conforme a la ley PRIMA antes de la declaración de apertura. La fórmula del precepto (*with respect to any event that has occurred before the opening of that insolvency proceeding*) es lo suficientemente amplia para amparar cualquier posición jurídica preconcursal adquirida bajo la ley designada por el Convenio.

37. Ahora bien, esto no modifica las normas típicamente concursales. Salvaguardar estas normas es el objetivo del apartado segundo, el cual viene a

señalar que los *límites concursales* (p.ej., una paralización de las ejecuciones o las acciones en fraude de acreedores cuyo fundamento sea *concurstal*) quedan sujetos a la ley del Estado de apertura del concurso, incluyendo en esa remisión las normas de Dibr concursal. El *rango* del crédito también se sujeta a la ley del concurso.

El artículo 8 puede contemplarse también como una regla de “no discriminación”. Su objetivo es asegurar que un acreedor que haya constituido su derecho real de garantía conforme a la ley designada por el Convenio (la ley PRIMA), que es distinta de la *lex concursus*, sea tratado, a los efectos de aplicar las normas concursales (i.e., las reglas relativas al rango de los créditos, a las acciones de impugnación o a la paralización de las ejecuciones), como cualquier otro acreedor que hubiese constituido un derecho de garantía equivalente conforme a la propia *lex concursus*.

38. Este precepto no provocó graves discusiones una vez que los países europeos aceptaron su compatibilidad con la normativa concursal comunitaria (en particular, el Reglamento de Insolvencia 1346/2000). La interacción entre ambos textos es muy sencilla. El artículo 8.2 señala expresamente que “nada en este Convenio afecta a la aplicación de las normas concursales, sean de naturaleza sustantiva o procesal”. Esto no es una remisión directa a la *lex fori concursus*. Lo único que esto significa es que cada Estado seguirá aplicando sus normas concursales *incluidas sus reglas de Dibr* (de hecho, el precepto emplea el término “reglas” en lugar de “leyes” para prevenir que el juego del artículo 10 condujese a otra interpretación). Esto es, se aplicará la *lex fori concursus* o se aplicará otra ley en función de lo que digan las normas de Dibr concursal del foro. En el caso europeo, por consiguiente, el artículo 8.2 deja que los Estados miembros apliquen la normativa concursal comunitaria; la cual puede perfectamente decir que la declaración de apertura no afectará, de ningún modo, a una garantía real constituida conforme a la ley designada por el Convenio cuando el “bien” sobre el que recae se encuentre fuera del Estado de apertura (*vid.* artículo 5 del Reglamento).

Advertencia. Igualmente, la compatibilidad del Convenio con la Directiva de firmeza (Directiva 98/26) ha planteado ciertos problemas. Pero tampoco ha supuesto un obstáculo insalvable. Al fin y al cabo, las condiciones de acceso a un sistema de pagos o de liquidación de valores las fija el propio sistema. Para asegurarse la aplicación de la ley que rige el sistema y, consiguientemente, de sus reglas de firmeza, basta con escoger dicha ley como aplicable a los efectos del Convenio de La Haya. Las entidades adheridas saben que dicha ley es la que rige los efectos frente a terceros de las transferencias que se produzcan dentro del sistema; y ello incluye el régimen de firmeza e irrevocabilidad. En todo caso, este no es un problema exclusivo de la solución adoptada finalmente por el Convenio.

IX. ESTADOS PLURILEGISLATIVOS (ARTÍCULO 12)

39. El artículo 12 se ocupa de los Estados plurilegislativos. La nueva formulación del artículo 4 permitió reducir la compleja redacción de este precepto en versiones anteriores. En primer lugar, el artículo 12 se remite directamente a la unidad territorial, lo cual significa que el Convenio resuelve tanto los conflictos internacionales como los internos y, por consiguiente, designa no sólo el Estado cuya ley se aplica sino también, cuando se trata de un Estado plurilegislativo, la ley interna aplicable. La peculiaridad que presenta este precepto es que en la aplicación del artículo 4 se permite elegir la ley de una unidad territorial, sin necesidad de que el intermediario tenga un establecimiento en la unidad territorial cuya ley se ha elegido. Basta que tenga un establecimiento en el Estado en cuestión.

Ejemplo. Un inversor español abre una cuenta de valores con un banco alemán. El banco alemán tiene una sucursal en Washington, pero no en Nueva York. En principio, esa sucursal sería suficiente para permitirle elegir la ley de Nueva York, sin necesidad de que tuviese una sucursal en dicho Estado (es suficiente que la tenga en cualquier otro Estado de los EE.UU.).

Para evitar una interferencia excesiva del Convenio en la solución de los conflictos internos en aquellos países cuya legislación se basa en una localización objetiva a los efectos de constituir derechos reales (la *lex rei sitae*) se incorpora la posibilidad de hacer una declaración exigiendo que la ley de la unidad territorial elegida satisfaga el “test de realidad” del artículo 4 en relación a la propia unidad territorial (Art. 12.4).

Ejemplo. Un inversor español abre una cuenta de valores con un banco alemán. El banco alemán tiene una sucursal en Madrid, pero no en Barcelona. En principio, esa sucursal sería suficiente para permitirle elegir la ley (de prenda) catalana, sin necesidad de que tuviese una sucursal en Cataluña. Si España hiciese la declaración prevista por el art. 12.4 esa elección sólo sería válida si el intermediario tuviese una sucursal en Cataluña que satisficiese el “test de realidad” del artículo 4.1.

40. El apartado segundo del artículo 12 tiene por objeto resolver ciertos problemas particulares de algunos Estados plurilegislativos. En primer lugar, aquellos supuestos en los cuales la unidad territorial no tiene una legislación completa de las materias enumeradas en el artículo 2; en cuyo caso, se considera Derecho vigente en esa unidad territorial el Derecho estatal [art. 12.2.a)]. En segundo lugar, aquellos supuestos en los cuales la “perfección” del Derecho real exige registro en una unidad territorial distinta de la designada conforme a las normas del Convenio (la ley PRIMA es la de Nueva York, por ejemplo, pero esta ley exige que la garantía real se registre en el domicilio del deudor, el cual

se encuentra en Florida). En ese caso, el procedimiento de registro se somete, obviamente, al Derecho vigente en esa otra unidad territorial [art. 12.2.b)].

Aunque literalmente el precepto se formula como una cuestión interna (*i.e.*, entre unidades territoriales de un mismo Estado), durante la negociación se admitió su aplicación analógica en supuestos internacionales (*i.e.*, entre Estados).

X. CONFLICTO ENTRE DERECHOS REALES CONSTITUIDOS ANTES DE LA ENTRADA EN VIGOR DEL CONVENIO Y DERECHOS REALES CONSTITUIDOS DESPUÉS (ARTÍCULO 15)

41. El artículo 15 es expresión del principio general establecido en el art. 7: si hay un cambio en la ley aplicable, y se produce un evento relevante conforme a la nueva ley que da lugar a la adquisición de un derecho a favor de un tercero, esta nueva ley determina los conflictos entre este tercero y cualquier beneficiado por una disposición anterior (*supra*, n.º 34). El artículo 15 está pensando en el supuesto en el que el cambio se produce, no por acuerdo de las partes (como sucedía en el artículo 7), sino en virtud de la ratificación del Convenio por el Estado. Esto es, antes de la entrada en vigor en ese Estado contratante, la ley aplicable no era PRIMA o esta regla se concretaba de forma distinta a como se concreta en el Convenio; bajo esa ley anterior un acreedor había adquirido válidamente un derecho real (p.ej., una prenda sobre la cuenta de valores). Luego entra en vigor el Convenio, y hay otro acreedor que constituye un derecho conforme a la nueva ley aplicable designada por el Convenio (*i.e.* PRIMA). Pues bien, lo que nos dice el artículo 15 es que el conflicto entre el primer acreedor y el segundo se resuelve conforme a la ley PRIMA. En este precepto, la referencia al término “extingue” tiene por objeto abarcar aquellos sistemas materiales en los cuales una nueva adquisición no se considera que tiene “prioridad” sobre la anterior, sino que directamente la “extingue”.

XI. CONTRATOS DE CUSTODIA ANTERIORES AL CONVENIO (ARTÍCULO 16)

42. El artículo 16 es un artículo clave en el Convenio ya que le otorga cierto alcance retroactivo. Por la dificultad de su lectura y para prevenir interpretaciones equivocadas merece ser analizado con cierto detenimiento.

43. El objeto del artículo 16 es “salvar” aquellos contratos celebrados antes de la entrada en vigor del Convenio pero que, de alguna manera, cumplían con los requisitos que establece el Convenio. Esto es, aquellos contratos en los que las partes habían conformado su relación bajo una norma de conflicto equivalente, aunque no igual, a la diseñada por el Convenio. La ventaja práctica

de esta regla es fácil de ver: así que logra que la entrada en vigor del Convenio no obligue a revisar una buena parte de los contratos que están actualmente operando, muchos de los cuales se habían celebrado bajo una solución que esencialmente equivaldría a la del Convenio. Como vamos a ver, la principal aportación del artículo 16 es su generosidad a la hora de entender cuándo había un acuerdo de las partes, ya que admite la eficacia de ese acuerdo, tanto si es expreso como si se puede derivar implícitamente de las circunstancias en las que se celebró el contrato.

Advertencia. En aquellos casos en los que no se dé esa condición, esto es, contratos celebrados antes de la entrada en vigor del convenio, pero en los que las partes o no asumían —expresa o implícitamente— la aplicación de una determinada ley o la ley así “elegida” no satisfacía el “test de realidad”, la ley aplicable será la prevista por el artículo 5.º del Convenio. No obstante, el Convenio no perjudica los derechos reales de garantía adquiridos antes de su entrada en vigor conforme a una ley aplicable distinta de la prevista por el Convenio. Imaginemos que un Estado, con anterioridad a la ratificación del Convenio, siguiese una solución conflictual diferente a la del Convenio (por ejemplo, remitiese a las partes al Estado del emisor de los valores); bajo esa solución conflictual, un acreedor había adquirido válidamente un derecho real de garantía. Pues bien, tras la ratificación del Convenio por dicho Estado, esos derechos se respetan; salvo que se diesen las circunstancias previstas por el artículo 15 (*supra*, n.º 41).

44. Aunque de una manera un tanto oblicua, el apartado primero del artículo 16 sienta el punto de partida: el convenio se aplica a los contratos celebrados antes de su entrada en vigor. La referencia que se añade a la fecha de apertura de la cuenta tiene como fin cubrir las situaciones en las que entre el titular de la cuenta y el intermediario no hay una relación de naturaleza contractual (situación típica de las centrales de depósito escandinavas, *supra* n.º 32 *in fine*).

45. El apartado segundo contiene dos reglas. La primera regla es una norma de remisión interna pues lo único que establece es que esos contratos, aunque sujetos al Convenio, deben interpretarse bajo lo que se establece en los apartados siguientes del artículo 16 (deja a salvo la posibilidad de que las partes se hayan ajustado en su práctica contractual al Convenio, en cuyo caso éste se aplica tal cual; para ello es necesario que las partes hayan incluido una referencia expresa al Convenio⁽⁴⁾).

(4) Lo que esto significa es que las partes, al celebrar un contrato antes de la entrada en vigor del Convenio, pueden anticipar su aplicación y, refiriéndose a él directamente, diseñar su contrato bajo los presupuestos de los artículos 4 o 5. Es obvio que, sólo si posteriormente se ratifica el Convenio por el Estado en cuestión, esa anticipación habrá tenido sentido.

La segunda regla permite a un Estado parte hacer una declaración conforme a la cual las reglas del artículo 16 sólo se aplicarán a los contratos celebrados antes de la entrada en vigor general del Convenio (para ello es suficiente con que lo ratifiquen tres Estados según lo que dispone el artículo 19.1). Todo contrato celebrado después quedará sujeto directamente a los artículos 4 y 5 del Convenio. Por consiguiente, si después de que haya entrado en vigor el Convenio dicho Estado lo ratifica, los contratos celebrados entre aquella fecha y ésta no podrán acogerse a lo que dispone el artículo 16.

46. Los dos apartados siguientes del artículo 16 contienen las reglas interpretativas destinadas a “salvar” los contratos preconvencionales. La idea común a ambos apartados es que esos contratos pueden invocar el artículo 4, pero sólo si satisfacen dos requisitos: que de una forma o de otra las partes asumiesen una determinada ley como la ley aplicable y que dicha ley satisfaga el “test de realidad”. El problema de articular esta solución fue el siguiente. En su versión actual, el artículo 4 exige que la elección de la ley aplicable se haga de manera expresa y además presume que, salvo acuerdo en contrario, la elección de una ley como ley aplicable al contrato significa que dicha ley rige también los aspectos jurídico-reales enumerados por el art. 2.1. Sin embargo, ésta no era siempre la asunción bajo la cual solían contratar las partes antes de la entrada en vigor del Convenio.

La explicación quizás merezca cierto espacio. El problema, realmente, se planteó por las diferentes prácticas y marcos legales entre los Estados. En ciertos Estados, antes de este Convenio, la regla era parecida: las partes podían escoger libremente la ley aplicable a los aspectos jurídico-reales (así, sucede por ejemplo en EE.UU., donde las partes pueden escoger libremente la ley aplicable a los derechos derivados de una cuenta de valores incluida su dimensión jurídico-real). Dentro de este grupo, además, en unos casos, esa elección de la ley aplicable a los aspectos jurídico-reales se hace de forma directa, en otros se deriva de la elección de la ley aplicable al contrato o de otro tipo de cláusulas (por ejemplo, la fijación contractual de la ley del intermediario). En otros Estados, la solución es radicalmente distinta: en particular, porque hasta ahora asumían que este terreno no estaba abierto al juego de la autonomía de la voluntad, sino al juego de la regla *lex rei sitae*. En estos Estados, las partes suelen contratar asumiendo que la ley aplicable al contrato es una (la ley elegida a tales efectos) pero que la ley aplicable a los aspectos jurídico-reales es otra (la ley donde se localiza la cuenta, bien porque esa localización se haya establecido expresamente en el contrato, bien porque se asume la localización en un determinado lugar, por ejemplo, el de la sucursal a través de la cual se contrató). Europa sigue el segundo modelo. Un inversor que abre una cuenta en una sucursal en Madrid en una sucursal de BNP, aunque escoja como ley aplicable al contrato el Derecho inglés, normalmente contrata bajo la asunción de que la cuenta se localiza en España y que, por consiguiente, esta ley (y no la inglesa)

rige su titularidad y los aspectos jurídico-reales de cualquier disposición. El problema de articulación que plantea el artículo 16 es reconocer, al mismo tiempo, ambas prácticas, y considerar esos contratos previos al Convenio como eficaces a sus efectos.

47. El artículo 16.3 está diseñado pensando en el primer modelo; esto es, aquél donde las partes podían escoger libremente la ley aplicable a la cuenta de valores. Por eso establece lo siguiente: frente a un contrato celebrado antes de la entrada en vigor del Convenio que contenga una cláusula que, de conformidad con la ley que rige el contrato, implica la elección de la ley de un determinado Estado o unidad territorial de dicho Estado a los derechos (reales) sobre la cuenta (los enumerados en el artículo 2.1), dicha elección será eficaz a los efectos del presente Convenio siempre que: (i) el intermediario relevante tenga un establecimiento en dicho Estado (no necesariamente en la misma unidad territorial) que satisfaga las condiciones del “test de realidad” (*supra*); y (ii) el contrato no contenga una referencia expresa al Convenio (en cuyo caso, se aplican directamente los requisitos del artículo 4 del Convenio).

Ejemplo: el artículo 16.3 está pensando típicamente en los contratos celebrados en EE.UU. donde las partes eligen como ley aplicable a los derechos (reales) sobre la cuenta, por ejemplo el Derecho de Nueva York, o incorporan una cláusula equivalente con el mismo fin. En tales casos, el artículo 16.3 admite la eficacia de dicha cláusula a los efectos de presente convenio, siempre que además se satisfaga el “test de realidad” en los EE.UU. (no es necesario que el establecimiento esté en Nueva York, *vid.* artículo 12, *supra*). Este “efecto” se condiciona a que conforme a la ley aplicable al acuerdo (en el ejemplo, el Derecho de Nueva York) la cláusula tenga ese significado. De esta forma se asegura que sólo quienes contratan bajo ese “marco legal” vayan a alcanzar ese resultado (de otro modo, ese resultado se extendería a todos los ordenamientos, incluso aquellos que no admiten o no conceden tales efectos a ese tipo de cláusulas).

Si la regla se dejase así, el problema sería el siguiente: qué sucede cuando se celebra un contrato entre un intermediario alemán y un titular español a través de la sucursal del intermediario en España y las partes escogen como ley aplicable al contrato el Derecho de Nueva York. Aplicando la regla anterior tal cual, el resultado sería que los derechos reales podrían quedar sujetos al Derecho de Nueva York (porque, por ejemplo, conforme a la ley de Nueva York, la elección de la ley que rige el contrato se extiende también a los derechos jurídico-reales sobre la cuenta), algo que no estaba en las previsiones de las partes (porque al localizar la cuenta en Madrid consideran que la ley aplicable a los aspectos jurídico-reales es el Derecho español). Para evitar este resultado el propio artículo 16.3 permite hacer una declaración a los Estados rechazando esa

solución cuando las partes en el contrato expresamente localizaron la cuenta en un lugar distinto.

48. El artículo 16.4 está pensando en el segundo modelo; esto es, aquel en el cual las partes contrataron asumiendo que no podían elegir la ley aplicable a los aspectos jurídico-reales sobre una cuenta de valores. En ese caso, cuando las partes localizan la cuenta en un Estado o en una determinada unidad territorial del mismo (o, mejor dicho, asumen la localización en un determinado Estado), bien expresamente, bien implícitamente a partir del contrato o de sus circunstancias, dicha localización será eficaz a los efectos del artículo 4 (1) del Convenio si se satisface el “test de realidad”.

Ejemplo. Es el caso del titular que abre una cuenta a través de la sucursal de BNP en Madrid, asumiendo (expresa o implícitamente) que la cuenta se localiza aquí, sea cual sea la ley aplicable al contrato. El contrato se celebra antes de la entrada en vigor el Convenio. En ese caso, el art. 16.4 entiende que dicho contrato quedará amparado por el Convenio y se entenderá que la ley aplicable a los efectos del artículo 4 es el Derecho español, siempre que el intermediario satisfaga el “test de realidad” en España.

En el caso de que España hubiese hecho la declaración prevista en el artículo 16.3 ese resultado se mantendría aun cuando las partes hubiesen escogido el Derecho de Nueva York, si la cuenta se localizó expresamente en nuestro país.

XII. RATIFICACIÓN Y ENTRADA EN VIGOR

49. El Convenio ya se encuentra abierto a la firma y ratificación de los Estados. El régimen de entrada en vigor se contiene en el *artículo 19*. En este artículo es significativa la reducción de los plazos de entrada en vigor por relación a lo que se ha establecido en otros textos convencionales: tres meses a partir de la tercera ratificación. La urgente necesidad de este texto convencional se alegó para justificar esta reducción. En el caso de los Estados europeos, debe tenerse en cuenta la competencia de la Comunidad para ratificar el Convenio. Aunque este punto merece un estudio más detallado del que aquí pueda hacer, baste recordar que esta situación está expresamente contemplada en el artículo 18 del Convenio.

DOCUMENTOS

CONVENIO ⁽¹⁾ SOBRE LA LEY APLICABLE A CIERTOS DERECHOS SOBRE VALORES DEPOSITADOS EN UN INTERMEDIARIO ⁽²⁾

Los Estados signatarios del presente Convenio,

Conscientes de la urgente necesidad práctica, en un mercado financiero mundial cada vez más amplio, de ofrecer certeza y previsibilidad en cuanto a la determinación de la ley aplicable a los valores que hoy en día se hallan habitualmente depositados en centrales de compensación y liquidación u otros intermediarios,

Sensibles, en orden a facilitar la circulación internacional de capitales y el acceso a los mercados de capitales, de la importancia de reducir los riesgos jurídicos, el riesgo sistémico y otros costes asociados a las operaciones transfronterizas relativas a valores depositados en un intermediario,

Deseando establecer unas normas comunes relativas a la ley aplicable sobre valores depositados en un intermediario que puedan beneficiar a todos los Estados con independencia de su nivel de desarrollo económico,

Reconociendo que el “principio del lugar del intermediario relevante” (o PRIMA), tal y como se determine en el contrato de cuenta con el intermediario, ofrece la certeza jurídica y la previsibilidad necesarias,

(1) Se utiliza el término “Convenio” como sinónimo de “Convención”.

(2) Traducción realizada por Francisco GARCIMARTÍN, revisada por Alegría Borrás y Julio D. González Campos, teniendo en cuenta los criterios adoptados para la unificación de la traducción de otros Convenios de La Haya, tal como resultan de la obra *Recopilación de los Convenios de La Haya de Derecho internacional privado (1951-1993). Traducción castellana*, Madrid, 1996. Esta versión no es oficial.

Han decidido concluir un Convenio a tal efecto y han acordado las disposiciones siguientes:

CAPÍTULO I

Definiciones y ámbito de aplicación

Artículo 1. Definiciones e interpretación.—1. En este convenio:

- a) “valores” significa acciones, obligaciones u otros instrumentos o activos financieros (salvo dinero) o cualquier derecho sobre dichos valores;
- b) “cuenta de valores” significa una cuenta mantenida por un intermediario en la cual se abonan o adeudan los valores;
- c) “intermediario” significa toda persona que, en el ámbito de su actividad profesional o de forma habitual, mantiene cuentas de valores a nombre de otros o a su propio nombre y a nombre de otros, y actúa en esa calidad;
- d) “titular de la cuenta” significa la persona a cuyo nombre un intermediario mantiene una cuenta de valores;
- e) “contrato de cuenta” significa, en relación a una cuenta de valores, el contrato con el intermediario relevante que rija dicha cuenta;
- f) “valores depositados en un intermediario” significa los derechos que tiene un titular de una cuenta de valores derivados de la anotación de valores en dicha cuenta de valores;
- g) “intermediario relevante” significa el intermediario que mantiene la cuenta de valores a nombre del titular de la cuenta;
- h) “disposición” significa cualquier transferencia de propiedad plena o en garantía y cualquier atribución, posesoria o no, de derechos reales limitados de garantía;
- i) “oponibilidad” significa la realización de los actos necesarios para hacer eficaz una disposición frente a toda persona que no sea parte en la misma;
- j) “establecimiento” significa, en relación al intermediario, un lugar de actividad profesional en el cual se llevan a cabo cualesquiera de las actividades del intermediario, excluyendo un lugar de actividades profesionales que pretenda ser meramente temporal y un lugar de actividades profesionales de cualquier otra persona distinta del intermediario;
- k) “procedimiento de insolvencia” significa un procedimiento colectivo judicial o administrativo, incluyendo un procedimiento provisional, en el cual

los bienes y actividades del deudor quedan sujetos a control o supervisión de un tribunal o de otra autoridad competente con el fin de su reorganización o liquidación;

l) “sindicó” significa una persona autorizada, incluso con carácter provisional, para administrar la reorganización o la liquidación, y comprende también al propio deudor si lo permite la ley aplicable a la insolvencia;

m) “Estado con diversas unidades” significa un Estado en el cual dos o más unidades territoriales de dicho Estado, o el propio Estado y una o más de sus unidades territoriales, tienen sus propias normas en relación a las cuestiones enumeradas en el artículo 2 (1);

n) “escrito” significa toda información (incluida la información comunicada por medios telemáticos) que se encuentra recogida en un soporte material o en cualquier otro soporte que permita su posterior reproducción en un soporte material.

2. Las referencias en este Convenio a una disposición de valores depositados en un intermediario incluyen:

- a) una disposición cuyo objeto sea la propia cuenta de valores;
- b) una disposición a favor del intermediario del titular de la cuenta; y
- c) un preferencia legal a favor del intermediario del titular de la cuenta en relación a un crédito que se derive de las actividades de mantenimiento de la cuenta u otras operaciones sobre ella.

3. Una persona no será considerada como intermediario a los efectos del presente Convenio por la sola razón de que:

- a) actúe como agente de registro o de transferencia del emisor de los valores; o
- b) anote en sus propios libros datos relativos a cuentas de valores mantenidas por un intermediario a nombre de otras personas para las cuales aquélla actúa como gestor, agente o en otra condición puramente administrativa.

4. Sin perjuicio de lo establecido en el apartado 5, una persona será considerada, a efectos del presente Convenio, como intermediario respecto de los valores anotados en cuentas de valores que dicha persona mantiene en calidad de depositario central de valores o que de cualquier otra forma se transfieren mediante anotaciones en las cuentas de valores que ella mantiene.

5. Respecto de los valores que se anotan en las cuentas de valores mantenidas por una persona en calidad de operador de un sistema de depósito y

transferencia de dichos valores en los registros del emisor o en otros registros que constituyan los registros iniciales de legitimación frente al emisor, el Estado contratante bajo cuya ley se crearon los valores podrá, en cualquier momento, declarar que el operador de dicho sistema no será considerado un intermediario a los efectos de este Convenio.

Art. 2. Ámbito del Convenio y de la ley aplicable.—1. Este Convenio determina la ley aplicable a las siguientes cuestiones respecto de valores depositados en un intermediario:

a) la naturaleza jurídica y los efectos frente al intermediario y frente a terceros de los derechos derivados de las anotaciones de valores en una cuenta de valores;

b) la naturaleza jurídica y los efectos frente al intermediario y frente a terceros de una disposición de valores depositados en un intermediario;

c) los eventuales requisitos de oponibilidad de una disposición de valores depositados en un intermediario;

d) si el derecho de una persona sobre los valores depositados en un intermediario extingue o tiene prioridad sobre los derechos de cualquier otra persona;

e) las obligaciones, en su caso, del intermediario frente a cualquier persona distinta del titular de la cuenta que alegue un derecho concurrente con el del titular o con el de otra persona sobre los valores depositados en ese intermediario;

f) los eventuales requisitos para la realización de los derechos sobre los valores depositados en un intermediario;

g) si una disposición de valores depositados en un intermediario se extiende a los derechos sobre los dividendos, réditos u otras distribuciones, o sobre su amortización, precio u otras utilidades.

2. Este Convenio determina la ley aplicable a las cuestiones enumeradas en el apartado 1 en relación con las disposiciones de valores o de derechos sobre valores depositados en un intermediario incluso cuando los derechos derivados de una anotación de esos valores en la cuenta de valores, según el apartado (1) (a), sean de naturaleza contractual.

3. Sin perjuicio de lo establecido en el apartado 2, este Convenio no determina la ley aplicable a:

a) los derechos y obligaciones derivados de la anotación de valores en una cuenta de valores en la medida en que esos derechos o deberes sean puramente contractuales o de naturaleza puramente personal;

b) los derechos contractuales u otros derechos personales y las obligaciones de las partes de una disposición de valores depositados en un intermediario; o

c) los derechos y obligaciones del emisor de los valores o del registro o agente de transferencia del emisor, tanto en relación al titular de la cuenta como a cualquier otra persona.

Art. 3. Internacionalidad.—Este Convenio se aplica en todas las situaciones que impliquen un conflicto entre las leyes de diferentes Estados.

CAPÍTULO II

Ley aplicable

Art. 4. Conexión principal.—1. La ley aplicable a todas las cuestiones enumeradas en el artículo 2 (1) será la ley en vigor en el Estado expresamente designado en el contrato de cuenta como aquel Estado cuya ley rige el contrato de cuenta o, si el contrato de cuenta expresamente establece que otra ley sea aplicable a todas esas cuestiones, esta otra ley. La ley designada por el presente artículo sólo será aplicable si el intermediario relevante tiene, en el momento de celebrar el contrato, un establecimiento en ese Estado, el cual:

a) solo o con otros establecimientos del intermediario relevante o con otras personas actuando para el intermediario relevante en ese mismo Estado o en otro:

(i) efectúa o supervisa anotaciones en cuentas de valores;

(ii) realiza la administración de los pagos o de otras actividades societarias relativas a los valores depositados en el intermediario; o

(iii) participa, de cualquier otra manera, en una actividad profesional o regular de mantenimiento de cuentas; o

b) es identificado mediante un número de cuenta, un código bancario o cualquier otro modo de identificación particular como un establecimiento que mantiene cuentas de valores en ese mismo Estado.

2. A los efectos del apartado (1) (a), un establecimiento no participa en una actividad profesional o regular de mantenimiento de cuentas de valores

a) por el mero hecho de que sea un lugar donde se encuentra la tecnología que da soporte a los registros o al proceso de datos relativos a cuentas de valores;

- b) por el mero hecho de sea un lugar donde se localizan u operan los centros de llamadas para la comunicación con los titulares de las cuentas;
- c) por el mero hecho de que sea un lugar donde se preparan o archivan las comunicaciones relativas a las cuentas de valores;
- d) si sólo participa en actividades de representación o de administración, diferentes de las relativas a la apertura o al mantenimiento de cuentas de valores, y no tiene autoridad para celebrar contratos de cuenta de valores.

3. En el supuesto de una disposición por el titular de la cuenta de valores depositados en un intermediario a favor del propio intermediario, con independencia de que dicho intermediario mantenga o no una cuenta de valores propia en sus registros, a los efectos del presente Convenio:

- a) dicho intermediario es el intermediario relevante;
- b) el contrato de cuenta celebrado entre el titular de la cuenta y dicho intermediario es el contrato de cuenta relevante;
- c) la cuenta de valores a la que se refieren los artículos 5 (2) y (3) es la cuenta de valores donde se anotaban los valores inmediatamente antes de la disposición.

Art. 5. Conexiones subsidiarias.—1. Si la ley aplicable no queda determinada conforme al artículo 4, pero del contrato de cuenta escrito resulta de manera expresa y sin ambigüedades que el intermediario relevante celebró dicho contrato a través de un determinado establecimiento, la ley aplicable a todas las cuestiones enumeradas en el artículo 2 (1) será la ley en vigor en el Estado, o en la unidad territorial de un Estado con diversas unidades, en la que se encuentre ese establecimiento, siempre que éste cumpla las condiciones previstas en la segunda frase del artículo 4 (1). A fin de decidir si de un contrato de cuenta resulta de manera expresa y sin ambigüedades que dicho contrato se celebró a través de un determinado establecimiento, no se tendrán en cuenta los siguientes elementos:

- a) una cláusula que disponga que una notificación o cualquier otro documento puede o debe entregarse al intermediario relevante en ese establecimiento;
- b) una cláusula que disponga que el intermediario relevante puede o debe ser demandado en un Estado determinado o en una unidad territorial determinada de un Estado con diversas unidades;
- c) una cláusula que disponga que la información sobre el estado de las cuentas de valores o cualquier otro documento puede o debe ser enviado por el intermediario relevante desde dicho establecimiento;

d) una cláusula que disponga que cualquiera de los servicios que presta el intermediario relevante puede o deber ser prestado desde dicho establecimiento;

e) una cláusula que disponga que una operación o función puede o debe ser realizada por el intermediario relevante en ese establecimiento.

2. Si la ley aplicable no queda determinada conforme al apartado (1), esta ley será la ley en vigor en el Estado o en la unidad territorial del Estado con diversas unidades conforme a cuya ley el intermediario relevante se haya constituido o, en su defecto, organizado en el momento de celebración del contrato de cuenta escrito o, si no hay tal contrato, en el momento de apertura de la cuenta de valores. Si el intermediario relevante está constituido o, en su defecto, organizado bajo la ley de un Estado con diversas unidades pero no de una de sus unidades territoriales, la ley aplicable será la ley en vigor en la unidad territorial de ese Estado en la que el intermediario relevante ejerza sus actividades, y si las ejerce en varios lugares, donde esté el lugar principal de actividad, en el momento de la celebración del contrato de cuenta escrito o, si no hay tal contrato, en el momento de apertura de la cuenta de valores.

3. Si la ley aplicable no queda determinada ni conforme al apartado (1) ni conforme al apartado (2), dicha ley será la ley en vigor en el Estado o en la unidad territorial del Estado con diversas unidades donde el intermediario relevante ejerza sus actividades, y si las ejerce en varios lugares, donde esté el lugar principal de actividad, en el momento de celebración del contrato de cuenta escrito o, si no hay tal contrato, en el momento de apertura de la cuenta de valores.

Art. 6. Criterios excluidos.—Para determinar la ley aplicable en virtud de este Convenio, no se tendrán en cuenta los siguientes criterios:

a) el lugar donde el emisor de los valores se haya constituido o, en su defecto, organizado o donde tenga su domicilio estatutario o registral, su centro de administración, su lugar de actividad o su lugar principal de actividad;

b) el lugar donde se encuentren los documentos que representan los valores o que hacen prueba de su existencia;

c) el lugar donde se encuentra el registro de titularidades de valores que mantiene el emisor o un tercero por cuenta del emisor;

d) el lugar donde se encuentre cualquier otro intermediario distinto del intermediario relevante.

Art. 7. Protección de derechos en los casos de cambios de ley aplicable.—1. Este artículo se aplica cuando haya una modificación del contrato de cuenta que implique un cambio de la ley aplicable en virtud de este Convenio.

2. En este artículo:

a) “la nueva ley” significa la ley aplicable en virtud de este Convenio después de la modificación;

b) “la ley anterior” significa la ley aplicable en virtud de este Convenio antes de la modificación.

3. Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado (4), la nueva ley se aplica a todas las cuestiones enumeradas en el artículo 2 (1).

4. Excepto en relación con la parte que haya consentido el cambio de ley aplicable, la ley anterior continuará aplicándose:

a) a la existencia de un derecho sobre valores depositados en un intermediario adquirido antes del cambio de ley y la oponibilidad de una disposición de dichos valores realizada antes del cambio de ley;

b) en relación a un derecho sobre valores depositados en un intermediario adquirido antes del cambio de ley, a:

i) la naturaleza jurídica y los efectos de ese derecho frente al intermediario relevante o frente a cualquier otra persona que haya sido parte de una disposición de dichos valores realizada antes del cambio de ley;

ii) la naturaleza jurídica y los efectos de ese derecho frente a cualquier persona que, después del cambio de ley, pretenda obtener un embargo de los valores;

iii) la determinación de las cuestiones enumeradas en el artículo 2 (1), frente al síndico nombrado en un procedimiento de insolvencia que se haya abierto después del cambio de ley; y

c) a la prioridad entre aquellas partes cuyos derechos fueron adquiridos antes del cambio de ley.

5. El apartado (4) (c) no impide la aplicación de la nueva ley a la prioridad de un derecho adquirido conforme a la ley anterior pero que es oponible conforme a la nueva ley.

Art. 8. Insolvencia.—1. Pese a que se haya abierto un procedimiento de insolvencia, la ley aplicable en virtud de este Convenio rige todas las cuestiones enumeradas en el artículo 2 (1) en relación a cualquier hecho que haya ocurrido antes de la apertura de dicho procedimiento.

2. El presente Convenio no afectará a la aplicación de las reglas sustantivas o procesales de naturaleza concursal, como son las relativas:

a) a rango de los créditos o a la impugnación de una disposición hecha durante el período sospechoso o de retroacción de la insolvencia o en fraude de acreedores; o

b) a la realización de los derechos después de la apertura del procedimiento de insolvencia.

CAPÍTULO III

Normas generales

Art. 9. Aplicación general del Convenio.—El Convenio se aplicará incluso en el caso de que la ley designada sea la de un Estado no contratante.

Art. 10. Exclusión del reenvío.—A efectos del presente Convenio, se entiende por “ley” el Derecho vigente en un Estado, con exclusión de sus normas de conflicto de leyes.

Art. 11. Orden público y leyes de policía.—1. La aplicación de la ley designada según las normas de este Convenio únicamente podrá excluirse cuando los efectos de dicha aplicación sean manifiestamente contrarios al orden público del foro.

2. El Convenio no obstará a la aplicación de las disposiciones de la ley del foro que deban aplicarse a las situaciones internacionales cualquiera que sea la ley designada por las normas de conflicto.

3. Las normas de la ley del foro que impongan condiciones relativas a la oponibilidad de una transferencia o a la prioridad entre derechos concurrentes no podrán aplicarse en virtud de este artículo, salvo que la ley del foro sea la ley aplicable en virtud de este Convenio.

Art. 12. Determinación de la ley aplicable en los Estados con diversas unidades.—1. Si el titular de la cuenta y el intermediario relevante han acordado que la ley aplicable sea la ley de una unidad territorial de un Estado con diversas unidades:

a) las referencias al “Estado” en la primera frase del artículo 4 (1) es a esa unidad territorial;

b) las referencias a “ese Estado” en la segunda frase del artículo 4 (1) es al Estado con diversas unidades en su conjunto.

2. Al aplicar este Convenio,

a) el Derecho vigente en una unidad territorial de un Estado con diversas unidades incluye tanto el Derecho de dicha unidad como, en la medida en que sea aplicable en esa unidad territorial, el Derecho del propio Estado con diversas unidades;

b) si el Derecho vigente en una unidad territorial de un Estado con diversas unidades designa el Derecho de otra unidad territorial del mismo Estado como la ley que rige la oponibilidad mediante depósito, inscripción o registro público, estas cuestiones se regularán por la ley de esa otra unidad territorial.

3. Un Estado con diversas unidades, en el momento de la firma, de la ratificación, de la aceptación, de la aprobación o de la adhesión, podrá declarar que si, conforme al artículo 5, la ley aplicable es la de ese Estado con diversas unidades o la de una unidad territorial de ese Estado con diversas unidades, las normas de conflicto internas vigentes en ese Estado con diversas unidades determinarán si la ley material aplicable es la del Estado con diversas unidades o la de una determinada unidad territorial de ese Estado con diversas unidades. El Estado con diversas unidades que haga esta declaración deberá comunicar la información relativa al contenido de esas normas de conflicto internas a la Oficina Permanente de la Conferencia de La Haya de Derecho Internacional Privado.

4. Un Estado con diversas unidades podrá declarar, en cualquier momento, que si la ley aplicable conforme al artículo 4 es la de una de sus unidades territoriales, la ley de dicha unidad territorial sólo se aplique si el intermediario relevante tiene un establecimiento en dicha unidad territorial que satisfaga los requisitos establecidos en la segunda frase del artículo 4 (1). Esa declaración no afectará a las disposiciones realizadas antes de que la declaración sea efectiva.

Art. 13. Interpretación uniforme.—A los efectos de la interpretación del Convenio se tendrán en cuenta su carácter internacional y la necesidad de promover la uniformidad en su aplicación.

Art. 14. Revisión del funcionamiento práctico del Convenio.—El Secretario General de la Conferencia de La Haya de Derecho Internacional Privado convocará periódicamente una Comisión especial con el fin de examinar el funcionamiento práctico de este Convenio y considerar la conveniencia de su modificación.

CAPÍTULO IV

Normas transitorias

Art. 15. Prioridad entre derechos adquiridos antes de la entrada en vigor del Convenio y derechos adquiridos después.—En un Estado contratante, la ley aplicable en virtud de este Convenio determina si el derecho de una persona sobre valores depositados en un intermediario adquirido después de que este Convenio haya entrado en vigor en dicho Estado extingue o tiene prioridad sobre el derecho de otra persona adquirido antes de la entrada en vigor de este Convenio en dicho Estado.

Art. 16. Contratos de cuenta y cuentas de valores anteriores a la entrada en vigor del Convenio.—1. Las referencias en este Convenio a un contrato de cuenta incluyen un contrato de cuenta celebrado antes de la entrada en vigor del Convenio conforme al artículo 19 (1). Las referencias en este Convenio a una cuenta de valores incluyen una cuenta de valores abierta antes de la entrada en vigor del Convenio conforme al artículo 19 (1).

2. Salvo que el contrato de cuenta contenga una referencia expresa a este Convenio, los tribunales de un Estado contratante aplicarán los apartados (3) y (4) al aplicar el artículo 4 (1) a los contratos de cuenta celebrados antes de la entrada en vigor del presente Convenio en ese Estado conforme al artículo 19. Un Estado contratante podrá declarar, en el momento de la firma, ratificación, aceptación, aprobación o adhesión, que sus tribunales no aplicarán esos apartados a los contratos de cuenta celebrados después de la entrada en vigor de este Convenio conforme al artículo 19 (1) pero antes de la entrada en vigor de este Convenio para ese Estado conforme al artículo 19 (2). Si el Estado contratante es un Estado con diversas unidades, podrá hacer esa declaración para cualquiera de sus unidades territoriales.

3. Cualquier cláusula expresa de un contrato de cuenta que tuviera por efecto, según las normas del Estado cuya ley rige el contrato, que la ley en vigor en un Estado o en una unidad territorial de un Estado con diversas unidades se aplica a todas las cuestiones enumeradas en el artículo 2 (1), tendrá por efecto que esta ley regirá todas las cuestiones enumeradas en el artículo 2 (1), siempre que el intermediario relevante tuviese, en el momento de celebrar el contrato, un establecimiento en dicho Estado que satisficiera los requisitos establecidos en la segunda frase del artículo 4 (1). Un Estado contratante podrá declarar, en el momento de la firma, ratificación, aceptación, aprobación o adhesión, que sus tribunales no aplicarán este párrafo en relación a los contratos de cuenta descritos en este párrafo en los que las partes hayan acordado expresamente que la cuenta de valores se localiza en un Estado distinto. Si el Estado contratante es un Estado con diversas unidades, podrá hacer esa declaración para cualquiera de sus unidades territoriales.

4. Si las partes en un contrato de cuenta, distinto del descrito en el apartado (3), han acordado que la cuenta de valores se mantiene en un Estado o en una unidad territorial de un Estado con diversas unidades, la ley en vigor en dicho Estado o en dicha unidad territorial se aplicará a todas las cuestiones enumeradas en el artículo 2 (1), siempre que el intermediario relevante tuviese, en el momento de celebrar el contrato, un establecimiento en dicho Estado que satisficiera los requisitos establecidos en la segunda frase del artículo 4 (1). Ese acuerdo puede ser expreso o derivarse de modo implícito de las disposiciones del contrato en su conjunto o de las circunstancias que lo rodean.

CAPÍTULO V

Cláusulas finales

Art. 17. Firma, ratificación, aceptación, aprobación o adhesión.—1. El Convenio estará abierto a la firma de todos los Estados.

2. El Convenio estará sujeto a la ratificación, aceptación o aprobación de los Estados firmantes.

3. Cualquier Estado que no haya firmado el Convenio podrá adherirse a él en todo momento.

4. Los instrumentos de ratificación, de aceptación, de aprobación o de adhesión se depositarán en el Ministerio de Asuntos Exteriores del Reino de los Países Bajos, depositario del Convenio.

Art. 18. Organizaciones Regionales de Integración Económica.—1. Una organización regional de integración económica constituida por Estados soberanos y que tenga competencia sobre ciertas materias reguladas por este Convenio puede igualmente firmar, aceptar, aprobar o adherirse a este Convenio. La organización regional de integración económica tendrá, en tal caso, los mismos derechos y obligaciones que un Estado contratante, en la medida en que dicha organización tenga competencia sobre materias reguladas en este Convenio. Cuando el número de Estados contratantes sea relevante en este Convenio, la organización regional de integración económica no contará como un Estado contratante más junto con sus Estados miembros que sean Estados contratantes.

2. En el momento de la firma, aceptación, aprobación o adhesión, la organización regional de integración económica notificará por escrito al depositario las materias reguladas por este Convenio sobre las cuales los Estados miembros han transferido las competencias a dicha organización. La organización regional de integración económica notificará por escrito al depositario, en

breve plazo, cualquier modificación de la distribución de competencias notificada en virtud de este apartado y cualquier nueva transferencia de competencias.

3. Toda referencia a un “Estado contratante” o a “Estados contratantes” en este Convenio se aplica igualmente a un organización regional de integración económica cuando así lo requiera el contexto.

Art. 19. Entrada en vigor.—1. El Convenio entrará en vigor el día primero del mes siguiente a la expiración de un periodo de tres meses después del depósito del tercer instrumento de ratificación, de aceptación, de aprobación o de adhesión previsto por el artículo 17.

2. En lo sucesivo, el Convenio entrará en vigor:

a) Para cada Estado u organización regional de integración económica a las que se refiere el artículo 18 que lo ratifique, acepte, apruebe o se adhiera a él posteriormente, el día primero del mes siguiente a la expiración de un periodo de tres meses después del depósito del instrumento de ratificación, aceptación, aprobación o adhesión;

b) Para las unidades territoriales a las que se haya hecho extensiva la aplicación del presente Convenio de conformidad con el artículo 20 (1), el día primero del mes siguiente a la expiración de un periodo de tres meses después de la notificación de la declaración prevista en dicho artículo.

Art. 20. Estados con diversas unidades.—1. Un Estado con diversas unidades podrá declarar, en el momento de la firma, de la ratificación, de la aceptación, de la aprobación o de la adhesión, que el Convenio se aplicará a todas sus unidades territoriales o solamente a una o varias de ellas.

2. Estas declaraciones indicarán expresamente las unidades territoriales a las que el Convenio será aplicable.

3. En el caso de que un Estado no formule la declaración prevista en el apartado 1, el Convenio se aplicará a todas las unidades territoriales de dicho Estado.

Art. 21. Reservas.—No se admitirá reserva alguna al Convenio.

Art. 22. Declaraciones.—1. A los efectos de los artículos 1 (5), 12 (3) y (4), 16 (2) y (3) y 20:

- a) toda declaración deberá notificarse por escrito al depositario;
- b) todo Estado contratante podrá, en cualquier momento, modificar una declaración haciendo una nueva declaración;
- c) todo Estado contratante puede, en cualquier momento, retirar una declaración;
- d) toda declaración hecha en el momento de la firma, ratificación, aceptación, aprobación o adhesión surtirá efecto simultáneamente con la entrada en vigor del Convenio para el Estado en cuestión; toda declaración hecha en un momento posterior o toda nueva declaración surtirá efecto el día primero del mes siguiente a la expiración de un periodo de tres meses después de la fecha de notificación practicada por el depositario conforme al artículo 24;
- e) la retirada ⁽³⁾ de una declaración surtirá efecto el día primero del mes siguiente a la expiración de un periodo de seis meses después de la fecha de notificación realizada por el depositario conforme al artículo 24.

Art. 23. Denuncia.—1. Todo Estado Contratante podrá denunciar este Convenio mediante notificación por escrito dirigida al depositario. La denuncia podrá limitarse a determinadas unidades territoriales de un Estado pluriterritorial al que se aplique el Convenio.

2. La denuncia surtirá efecto el día primero del mes siguiente a la expiración de un periodo de doce meses después de la fecha de recepción de la notificación por el depositario. En caso de que en la notificación se fije un periodo más largo para que la denuncia surta efecto, ésta tendrá efecto cuando transcurra dicho periodo, que se contará a partir de la fecha de la recepción de la notificación por el depositario.

Art. 24. Notificaciones por el depositario.—El depositario notificará a los Estados miembros de la Conferencia de La Haya de Derecho Internacional Privado, así como a los demás Estados u organizaciones regionales de integración económica que hayan firmado, ratificado, aceptado, aprobado o se hayan adherido de conformidad con lo dispuesto en los artículos 17 y 18, las informaciones siguientes:

- a) las firmas, ratificación, aceptaciones, aprobaciones y adhesiones a las que se refieren los artículos 17 y 18;
- b) la fecha de entrada en vigor del presente Convenio de conformidad con el artículo 19;

(3) Se utiliza el término “retirada” como sinónimo de “retiro”.

- c) las declaraciones y las retiradas de declaraciones previstas en el artículo 22;
- d) las notificaciones previstas en el artículo 18 (2);
- e) las denuncias previstas en el artículo 23.

En fe de lo cual, los infrascritos, debidamente autorizados, han firmado el presente Convenio.

Hecho en La Haya, en francés e inglés, siendo ambos textos igualmente auténticos, en un solo ejemplar, que será depositado en los archivos del Gobierno del Reino de los Países Bajos y del cual se remitirá por vía diplomática una copia auténtica a cada uno de Estados miembros de la Conferencia de La Haya de Derecho Internacional privado en el momento de celebrarse su Decimonovena Sesión, así como a cada uno de los demás Estados que han participado en dicha Sesión.

JURISPRUDENCIA

**NUEVA DOCTRINA LEGAL SOBRE LAS “OPCIONES
SOBRE ACCIONES (STOCK OPTIONS)”.
SU INCIDENCIA EN EL CÁLCULO
DE INDEMNIZACIONES**

*[Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala Cuarta)
de 1 de octubre de 2002, recurso de casación núm. 8/1309/2001]*

Por

ANTONIO TAPIA HERMIDA

*Profesor Titular de Derecho Mercantil.
Universidad Complutense de Madrid*

y

ANTONIO DAVID TAPIA FRADE

*Abogado. D.E.A. (Departamento de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid)*

FUNDAMENTOS DE DERECHO

Primero.—Con carácter previo hay que examinar la objeción que en el escrito de personación formuló la parte recurrida, alegando que no se ha constituido en plazo la consignación. Ciertamente, la sentencia recurrida fue notificada a la parte recurrente el 28 de febrero de 2001 y el 12 de marzo presentó en el Juzgado de Guardia el escrito de

preparación del recurso, en el que manifestaba que en ese momento no podía aportar el aval que garantizaba el cumplimiento de la condena, adjuntando escrito de la entidad avalista en el que manifestaba que ese día no era posible la expedición del aval por no funcionar los servicios informáticos por la tarde. Pero consta también en el rollo de suplicación la entrada al día siguiente —13 de marzo— del escrito de preparación del re-

curso en la Sala de suplicación, así como del escrito de la parte dejando constancia de la presentación del anterior y por diligencia del Secretario se deja constancia de la entrada de aquel escrito y del aval.

Dice el artículo 228 de la Ley de Procedimiento Laboral que “cuando la sentencia impugnada hubiere condenado al pago de cantidad, será indispensable que el recurrente que no gozare del beneficio de justicia gratuita acredite, al anunciar el recurso de suplicación o al preparar el recurso de casación, haber consignado en la oportuna entidad de créditos y en la “cuenta de depósitos y consignaciones” abierta a nombre del Juzgado o de la Sala de instancia, la cantidad objeto de la condena, pudiendo sustituirse la consignación en metálico por el aseguramiento mediante aval bancario, en el que deberá hacerse constar la responsabilidad solidaria del avalista”. La obligación de consignar debe cumplirse en el momento de la preparación y el plazo concedido para ésta en el artículo 218 de la Ley de Procedimiento Laboral es de diez días. Pero la Ley de Enjuiciamiento Civil en el n.º 1 de su artículo 135 establece que “cuando la presentación de un escrito esté sujeta a plazo, podrá efectuarse hasta las quince horas del día hábil siguiente al del vencimiento del plazo, en la Secretaría del Tribunal o, de existir, en la oficina o servicio de registro central que se haya establecido” y la Sala ha considerado que este artículo es aplicable al proceso laboral, en el que continúa rigiendo también el artículo 45 de la Ley de Procedimiento Laboral (auto de 18 de julio de 2001). Por ello, cuando tuvo entrada el aval en la Sala de suplicación, el 13 de marzo de 2001, era tiempo hábil para la preparación, aunque ésta se hubiera realizado antes, y, en consecuencia, hay que entender que la obligación de garantía de la consignación se ha realizado en plazo.

Segundo.—La sentencia de instancia declaró improcedente el despido del actor, pero limitó la condena a los salarios de tramitación hasta el 31 de julio de 1998, fecha

prevista para la efectividad de la dimisión del trabajador. La sentencia recurrida, estimando el recurso de suplicación, mantuvo la declaración de improcedencia, pero condenó a la empresa demandada a abonar tres indemnizaciones; 1) la indemnización pactada de doce meses de salario por un importe de 53.249.326 pts., que corresponde a un salario de 14.080.326 millones más 39.169.000 por el valor de las opciones de compra de acciones concedidas por la demandada; 2) la indemnización adicional de 45 días por año de servicio, para cuyo cálculo pondera que los derechos de las opciones de compra de acciones que se han devengado durante una media de 33 meses, por lo que, aplicando una regla de proporcionalidad, obtiene un salario mensual 1.186.939 días que multiplicada por 4 (los meses de junio, julio, agosto y septiembre de 1997), da un total de 4.747.757 pts., que, sumado al salario normal de 14.080.326 determina un salario anual de 18.828.083 pts., con un salario diario de 51.584 pts. y una indemnización de 16.248.960 pts., y 3) una indemnización por preaviso de 4.229.888 pts. por 2 meses y 2 días de salario a razón de 51.584 pts./días.

Frente a este pronunciamiento se interpone el presente recurso que formaliza tres motivos de infracción legal, en los que se denuncia respectivamente la infracción del artículo 26 del Estatuto de los Trabajadores, la del artículo 49.1.d) del Estatuto de los Trabajadores y la del artículo 56 del Estatuto de los Trabajadores en relación con los artículos 110 de la Ley de Procedimiento Laboral, 11 del Real Decreto 1382/1985 y 1283 del Código Civil. La designación de la sentencia contradictoria, que es la de la Sala de Madrid de 10 de abril de 1992, cubre, por tanto, los tres motivos de infracción, por lo que no puede aceptarse la objeción de la parte recurrida de que los dos últimos motivos se hayan propuesto sin aportación de sentencia contradictoria. También alega la parte recurrente que no hay contradicción, porque mientras que en la sentencia recurri-

da consta el ejercicio de las opciones y el beneficio derivado de las mismas, no sucede lo mismo en el caso de la sentencia de contraste. La objeción sería válida para una de las sentencias que fue inicialmente designada como contradictoria, la sentencia de la Sala de Galicia 24 de septiembre de 1999, pero no lo es para la finalmente seleccionada de la Sala de Madrid, pues en esta sentencia no se excluyen las opciones sobre acciones de cómputo por no haber sido ejercitadas —lo que ciertamente no consta—, sino por tener carácter mercantil, por su falta de determinación (el desconocimiento *a priori* de su importe) y por la limitación de su ejercicio a un periodo de tiempo.

Tercero.—Es claro que la contradicción no puede apreciarse en relación con la cuestión que suscita el motivo segundo del recurso, con la denuncia del artículo 49.1.d) del Estatuto de los Trabajadores, pues el problema de la exclusión del despido por la previa dimisión del trabajador no se plantea en la sentencia de contraste. Tampoco hay contradicción en relación con una de las cuestiones que suscita el motivo tercero, la improcedencia del abono de las cantidades correspondientes al preaviso cuando se trata de un despido y no de desistimiento, tema que tampoco es objeto de decisión en la sentencia de contraste.

El punto que requiere un examen más detenido es el relativo a la concurrencia de la contradicción en relación con la denuncia que formula el primer motivo y con algunas consideraciones complementarias que se exponen en el motivo tercero. Si el análisis de las sentencias se mantiene en el plano de la contraposición de doctrinas, la contradicción podría resultar apreciable. En efecto, mientras que para la sentencia de contraste los beneficios derivados para el trabajador de las opciones concedidas por la empresa no son en ningún caso salario, por lo que deben excluirse de la base de cálculo de la indemnización, para la sentencia recurrida esos beneficios tienen esa naturaleza y deben computarse en la indemnización por

despido. Sin embargo, la contradicción de sentencias no es una mera divergencia de doctrinas, sino una discrepancia más profunda y más completa que se produce en el marco de la decisión de dos litigios que presentan una identidad en su configuración como tales y en los aspectos relevantes para la decisión. Así se ha repetido con reiteración que la contradicción no surge de una comparación abstracta de doctrinas al margen de la identidad de las controversias, sino de una oposición de pronunciamientos concretos recaídos en conflictos sustancialmente iguales (sentencias de 28 de enero de 1992, 17 de diciembre de 1997, 23 de septiembre de 1998, 19 de diciembre de 2000 y 9 de marzo de 2001, entre otras muchas resoluciones).

Cuarto.—Si se examinan las sentencias desde esta perspectiva se ponen de manifiesto diferencias importantes. La sentencia recurrida decide un supuesto en el que se debate el cómputo de los beneficios derivados de las opciones de compra de acciones en la indemnización por despido. Este se produjo en junio de 1998 y consta que el actor suscribió acuerdos de opción de compra de acciones en 1992 (1.225 acciones a un precio de ejercicio de 35,50 \$ por acciones), en 1993 (1.000 acciones a un precio de ejercicio de 30,69 \$), 1994 (919 acciones a un precio de ejercicio de 26 \$) y en 1995 (813 acciones a un precio de ejercicio de 62,81 \$), lo que supone la atribución de opciones sobre un total de 3.957 acciones. Las opciones tenían previsto un ejercicio escalonado del 20 por 100 de las acciones en cada año con posibilidad de adelanto y un plazo máximo de ejercicio de diez años, extinguiéndose el derecho de opción con la terminación de la relación de empleo. La sentencia recurrida indica que el actor compró acciones y obtuvo ganancias en los años 1995 y 1996. Consta en el hecho probado cuarto que el 5 de marzo de 1997 vendió 1.471 acciones de Dell Computer a un precio de 74 \$ por acción, habiendo obtenido un producto neto de 100.006,48 (15.000.900

pts.) y el 23 de septiembre 1997 vendió 2.772 acciones de Dell Computer a un precio 99,6 \$ por acción, obteniendo 261.126,86 \$ (39.169.000 pts.). Consta también que en enero de 1998 tenía en su cuenta de valores 2.312 acciones de Dell Computer por un valor de 34.485.000 pts. La sentencia recurrida ha computado como salario a efectos de la indemnización de doce mensualidades el beneficio obtenido en el año anterior al despido (junio de 1997 a junio de 1998), que asciende a 39.169.000, cantidad en la que “se vendieron las acciones adquiridas como consecuencia de las opciones concedidas por la empresa el 29 de junio de 1994 y el 24 de julio de 1995”. Para la indemnización de cuarenta y cinco días por año de servicio también ha computado la misma cantidad aunque por una media de 33 meses (1.186.939 pts. \times 4 = 4.747.757, que, sumadas al salario ordinario, dan un salario diario de 51.184 pts.) y el mismo criterio ha aplicado para la indemnización por preaviso, que tiene en cuenta el salario diario anterior. Excluye, sin embargo, las 34.485.000 pts. del valor en cartera a enero de 1998, porque exceden de las opciones concedidas y se trata además de acciones adquiridas que no han sido vendidas. Resulta claro, por tanto, que lo que la sentencia ha considerado salario es el beneficio derivado de la venta de las acciones previamente adquiridas por el actor mediante el ejercicio de las opciones y no el beneficio que se produce en el momento de la adquisición de la opción y que debe cifrarse en la diferencia entre el precio pactado para el ejercicio de la opción y el precio en el mercado de la acción en el momento de su adquisición. Esto es también lo que se pide, pues, aunque la demanda se refiere genéricamente a un salario en especie de 70.217.550 pts. correspondientes al “salario variable derivado de los planes de opciones anuales sobre compra de acciones” sin aportar los datos y criterios utilizados para establecer esa cantidad, en el motivo por error del recurso de duplicación se señala que el salario percibido en 1997 comprende, aparte del salario fijo y otras parti-

das en especie, “54.169.900 ptas. también de salario en especie por el concepto de opción no estatutaria de compra de acciones de la entidad Dell Computer Corporation, lo que se corresponde con los beneficios derivados de las ventas de las acciones de Dell Computer realizadas por el trabajador en marzo y septiembre de 1997, según el hecho probado cuarto y los documentos obrantes a los folios 443 y 447.

En la sentencia de contraste, que es la de la Sala de lo Social del Tribunal Superior de Justicia de Madrid de 10 de abril de 1992, no hay en los hechos probados indicación alguna sobre las opciones de compra concedidas a los trabajadores, ni sobre las condiciones y alcance de éstas en los hechos probados. El hecho probado segundo se limita a indicar que “los demandantes gozaban de las condiciones y bonos concedidos por la empresa a sus empleados cuales eran: operaciones, seguro médico privado, ticket restaurante, club deportivo, cuya cuantificación económica mensual para cada uno de los actores es la que se recoge en el anexo I de sus respectivas demandas” y el examen de la fundamentación jurídica no permite obtener información adicional, pues, después de referirse a que “las opciones de compra han sido traídas a esta litis innecesariamente por ser retribución de naturaleza mercantil”, reproduce algunas alegaciones de la parte recurrente y se refiere a la exclusión de su carácter salarial por el desconocimiento de su importe exacto y la limitación de su ejercicio a un periodo determinado, para concluir rechazando el motivo que mantiene su cómputo en la indemnización por despido.

Quinto.—En estas condiciones no es posible establecer una comparación a efectos del artículo 217 de la Ley de Procedimiento Laboral, pues mientras que en el caso de la sentencia recurrida hay una información bastante completa sobre las condiciones de las opciones concedidas, sobre su vinculación con el trabajo del actor y con su dedicación a la empresa, en la sentencia de con-

traste no hay datos que permitan enjuiciar si tal beneficio guarda o no la necesaria conexión con el trabajo, lo que es esencial para su calificación, porque, como ya precisaron las sentencias de esta Sala de 24 de octubre de 2001, no toda opción de compra de acciones concedida por el empresario al trabajador es salario, sino que hay que estar a las circunstancias de cada plan, circunstancias que quedan totalmente desconocidas en el caso decidido por la sentencia de contraste. No hay, por tanto, identidad en los hechos probados de las sentencias comparadas. Tampoco puede afirmarse que exista identidad en el objeto de las pretensiones deducidas. Para fundar esta conclusión es conveniente realizar una aclaración. La doctrina de la Sala ha establecido en las sentencias de la Sala ya citadas y en otras posteriores, como las de 4 de febrero de 2002 (recurso 642/2001), 10 de abril de 2002 (recurso 1441/2001) y 11 de abril de 2002 (recurso 3538/2001), que los beneficios derivados de las opciones sobre acciones concedidas por las empresas a sus trabajadores pueden, en determinadas condiciones, tener la consideración de salario. Pero esto no significa que, cumplidas esas condiciones, cualquier beneficio o ventaja patrimonial derivado de la opción sea salario. De la opción pueden derivar dos ventajas o utilidades patrimoniales distintas y que se manifiestan de forma sucesiva en el tiempo. En este sentido hay que tener en cuenta que lo que caracteriza la opción es la facultad de adquirir un bien a un precio predeterminado (precio de ejercicio pactado) con independencia del precio que tenga en el mercado ese bien en el momento en que la opción se ejercita (precio de adquisición en el mercado). La utilidad patrimonial que obtiene el beneficiario de la opción está así constituida por la diferencia entre el precio de la acción en el mercado en el momento de adquisición y el precio de ejercicio pactado, de forma que la opción no se ejercitara normalmente si este último es superior al primero. Por ello, el beneficiario debe realizar una contraprestación por la atribución de esa facultad de optar; contra-

prestación que —si la opción fuera salario— estaría constituida por los servicios del trabajador beneficiario al empresario concedente. Hay aquí una relación directa de reciprocidad entre el sacrificio patrimonial del trabajador (la cesión de los frutos de su trabajo) y el sacrificio patrimonial del empresario (la venta de la acción a un precio inferior al de mercado) y son además estos sujetos los que quedan recíprocamente obligados. La situación cambia cuando consideramos los posibles beneficios obtenidos por el trabajador como consecuencia de la venta de las acciones adquirió al ejercitar la opción. No hay aquí relación entre empresario y trabajador, pues este último obtiene el precio de las acciones, que ya eran suyas, de un tercero mediante un negocio jurídico mercantil en el que ya no tiene intervención alguna el empresario en cuanto tal; no hay conexión directa entre el beneficio patrimonial obtenido por el trabajador y el trabajo, pues ese beneficio se obtiene no por sus servicios, sino por la enajenación de un bien que ya es propiedad del trabajador. No es, por tanto, lo mismo una pretensión que solicita, como en el presente caso, que se consideren salario las ventajas obtenidas por el trabajador en la venta de las acciones que previamente adquirió ejercitando la opción concedida por la empresa y una pretensión que pide que se otorgue esta consideración al beneficio obtenido al adquirir la acción a un precio inferior al de mercado. Y, como en el supuesto de la sentencia de contraste no consta qué beneficio solicitaron los actores que se considerara salario, no puede establecerse la identidad a partir de la cual surge la contradicción. Por lo demás, lo mismo puede decirse de los fundamentos de las pretensiones: en un caso se pide porque se ha obtenido un beneficio por la venta de las acciones adquiridas y en otro se desconoce por qué se pide.

Sexto.—Podría objetarse que en el plano lógico la afirmación general que formula la sentencia de contraste (los beneficios derivados de las opciones sobre acciones no son

salario) tiene una extensión en la que queda comprendido el supuesto decidido por sentencia recurrida, imponiendo una respuesta negativa (no son salario los beneficios derivados de la venta de las acciones previamente adquiridas por el ejercicio de una opción de compra), que es contraria a la que ha adoptado esta última resolución. Pero con ello situamos la contradicción en el plano doctrinal y no en el plano real de las controversias, lo que no es posible a la vista del artículo 217 de la Ley de Procedimiento Laboral y de la doctrina de la Sala ya mencionada. Esto se ve claramente si se tiene en cuenta que la decisión de la sentencia de contraste podría ser correcta si las condiciones de atribución de las opciones no fueran en el caso decidido las que, de acuerdo con la doctrina de la Sala, determinan su consideración como salario, mientras que la doctrina de la sentencia recurrida es correcta en su primera afirmación (alguno de los beneficios derivados de la opción de compra puede ser salario en las condiciones del caso), pero podría no serlo en su conclusión concreta (es salario el beneficio obtenido por la venta de las acciones).

La contradicción entre sentencias se da en lo que positiva y de modo efectivo resuelven las mismas, y esta contradicción no debe extenderse a lo que no es resuelto explícitamente por las sentencias comparadas, pero que de un modo implícito e hipotético puede inferirse que se ha resuelto en una de ellas, sin que explícitamente se haya pronunciado sobre este extremo, aunque la otra sí lo haga, estableciendo de este modo una contradicción por hipótesis y por razonamiento y no por pronunciamientos efectivos de ambas sentencias que sean incompatibles entre sí. Aceptado este criterio de la contradicción, es claro que las sentencias comparadas, no resuelven ambas las mismas cuestiones jurídicas, pues la recurrida, en la materia que aquí interesa de “la opción de compra de acciones” tiene dos pronunciamientos diferenciados, uno que el beneficio de la opción de compra de acciones es sala-

rio, otro cómo se determina el beneficio y por ende el salario de la compra de acciones. Frente a esta dualidad de pronunciamientos, la sentencia de referencia sólo consta de un pronunciamiento, que el beneficio de la compra de acciones no es salario. Y como es obvio no entra a conocer de la segunda cuestión sobre la que positiva y explícitamente no se pronuncia. Claro es que de modo lógico e hipotético podemos afirmar que al pronunciarse sobre un extremo que hace ocioso e innecesario pronunciarse sobre el segundo, también ha resuelto este de forma contradictoria con cualquier solución que de modo positivo y explícito se dé por cualquier sentencia al segundo extremo. Pero esta contradicción a mi juicio, no es una contradicción real y positiva, sino lógica e inferida por hipótesis. Esto se ilustra con la consideración del supuesto de la votación de una sentencia como las comparadas. Si existe una mayoría que declara la “opción de compra de acciones” salario, la minoría que vota que no era salario, no se ha pronunciado positiva y realmente sobre la determinación del mismo y por ello se verá obligada a pronunciarse sobre este extremo al no prosperar su criterio, sobre la primera cuestión.

En conclusión, aunque se aceptara una contradicción en el plano doctrinal, habría que separar los problemas decididos. Y así, en lo que las sentencias podrían ser contradictorias —la consideración de la opción de compra como salario—, es claro que el recurso carecería de contenido casacional, porque se opone a la doctrina ya unificada por la Sala a partir de las sentencias de 24 de octubre de 2001. Pero en la cuestión relativa a la determinación de si es salario el importe de la venta de las acciones adquiridas, las sentencias no son contradictorias, pues tal cuestión no se ha planteado en la sentencia de contraste.

Séptimo.—Procede, por tanto, en este momento la desestimación del recurso, como propone el Ministerio Fiscal, y, de conformidad con los artículos 226.3 y 233.1 de

la Ley de Procedimiento Laboral, hay que acordar la pérdida del depósito constituido para recurrir y el mantenimiento del aval aportado en garantía del cumplimiento de la condena, así como la condena en costas de la parte recurrente.

Voto particular que formula el Magistrado Excmo. Sr. D. Antonio Martín Valverde a la sentencia dictada en el recurso 1309/2001 y al que se adhieren los magistrados Excmos. Sres. D. Luis Ramón Martínez Barrido y D. Jesús Gullón Rodríguez

Primero.—Coincido con la sentencia aprobada por la mayoría, aparte de en la cuestión sustantiva que se dirá más adelante en el fundamento tercero, en los siguientes puntos jurídico-procesales: 1) en la consideración de que la consignación por medio de aval de la cantidad objeto de condena fue presentada en tiempo hábil, de acuerdo con lo dispuesto en el art. 135.1 de la Ley de Enjuiciamiento Civil; 2) en la apreciación de que la sentencia aportada para comparación o sentencia de contraste, dictada por la Sala de lo Social del Tribunal Superior de Justicia de Madrid en fecha 10 de abril de 1992, “cubre los tres motivos de infracción” aducidos en este recurso de casación para unificación de doctrina; 3) en las referencias a la muy reiterada “doctrina general” de la Sala sobre el requisito de contradicción en el recurso de casación unificadora, que exige no una “contradicción por hipótesis” u “oposición abstracta de doctrinas” sino una contradicción de “pronunciamientos efectivos”; y 4) en el juicio de no contradicción de las sentencias comparadas en dos de las cuestiones de planteadas, que son las relativas a la infracción del art. 49.1.d) del Estatuto de los Trabajadores (“la exclusión del despido por la previa dimisión del trabajador no se plantea en la sentencia de contraste”), y al abono de las cantidades correspondientes al preaviso (“tema que tampoco es objeto de decisión en la sentencia de contraste”).

En cambio, discrepo con el mayor respeto de la posición mayoritaria en el juicio de no contradicción que sostiene la sentencia respecto de la cuestión central del recurso, que es la incidencia de la atribución de opciones de compra de acciones en el cálculo de indemnizaciones de despido. Las abundantes razones aducidas en apoyo de este pronunciamiento procesal, que cierra el paso al fondo del asunto, no me han convencido, y entiendo que hay mejores argumentos para afirmar la existencia de contradicción en este aspecto concreto del recurso.

El punto de discrepancia con la sentencia de la mayoría radica en la valoración de las diferencias de los litigios comparados que lleva a cabo la propia sentencia en aplicación al caso del concepto jurídico indeterminado de “igualdad sustancial”, de los “hechos, fundamentos y pretensiones” de las sentencias comparadas, que enuncia el art. 217 de la Ley de Procedimiento Laboral. Para la posición mayoritaria las diferencias que concurren en el caso son “sustanciales”. Para los firmantes de este voto no sucede así: dichas diferencias son accesorias y no afectan a la “igualdad sustancial” de los litigios comparados.

Segundo.—Afirma la sentencia de la que se discrepa que “mientras en el caso de la sentencia recurrida hay una información bastante completa sobre las condiciones de las opciones concedidas, sobre su vinculación con el trabajo del actor y con su dedicación a la empresa, en la sentencia de contraste no hay datos que permitan enjuiciar si tal beneficio guarda o no la necesaria conexión con el trabajo”. En esta diferencia de información de las sentencias comparadas basa la mayoría el pronunciamiento de no contradicción, porque, continúa la propia sentencia, los datos o circunstancias que omite la sentencia de contraste son esenciales para la calificación de las opciones como salario o como partida extrasalarial.

La diferencia de información suministrada por las sentencias comparadas en el punto controvertido es evidente. Pero responde

a la lógica de las respectivas decisiones jurisdiccionales, que son clara y rotundamente divergentes en sus pronunciamientos. En efecto, para motivar la decisión de la sentencia de contraste basta lo que ésta dice sobre que los beneficios obtenidos en las opciones de compra de acciones tienen “naturaleza mercantil”. Desde este punto de partida sobre la naturaleza no laboral de tales beneficios, que por tanto excluye en todo caso el carácter salarial de los mismos, todas las informaciones adicionales sobre los planes de opciones de compra de acciones resultan innecesarias. Pero ello no desvirtúa la contradicción de sentencias, que no depende de lo que éstas digan en sus motivaciones sino de lo que consignen en sus hechos probados y resuelvan en sus pronunciamientos. Y ateniéndonos a ellos concurre en el caso, a mi modo de ver, una contradicción ineliminable. Lo vamos a comprobar esquemáticamente a continuación.

Los pronunciamientos de fondo de las sentencias comparadas son distintos (para la sentencia recurrida los beneficios atribuidos son “salariales”; para la sentencia de contraste no son “salariales”). Consecuentemente, las *rationes decidendi* de dichas sentencias son también divergentes (para la sentencia recurrida vale respecto de ellos la presunción de carácter “salarial” de las percepciones del trabajador; para la sentencia de contraste tales beneficios no pueden ser nunca “salariales”). Y estos pronunciamientos y razonamientos jurisdiccionales se han establecido respecto de hechos (trabajadores que se han beneficiado de opciones de compra de acciones), fundamentos (despidos improcedentes a los que son de aplicación las indemnizaciones previstas en el art. 56 del Estatuto de los Trabajadores) y pretensiones (indemnizaciones de despido en cuyo cálculo se reclama que se tengan en cuenta las ventajas derivadas de las opciones de compra de acciones) que son “*sustancialmente iguales*” a los efectos de la interpretación y aplicación del citado art. 56 del Estatuto de los Trabajadores.

La otra diferencia entre las sentencias comparadas que la sentencia aprobada por la mayoría considera sustancial versa sobre la cuestión de cuál, de los varios posibles, es el criterio de cálculo de la indemnización de despido ajustado a derecho cuando están implicadas opciones de compra de acciones. Sobre este aspecto no se pronuncia directamente la sentencia de contraste, mientras que la sentencia recurrida sí lo hace, inclinándose por considerar salario el importe de la venta de las acciones adquiridas, y no el beneficio producido en el momento de la adquisición de la opción por la diferencia entre el precio pactado y el precio de mercado en tal momento.

A mi modo de ver, la diferencia señalada no es tampoco sustancial. Desde su punto de partida —que las opciones de compra de acciones tienen “naturaleza mercantil” y no son por tanto “salario”— la sentencia de contraste ni tenía que pronunciarse ni siquiera podía pronunciarse sobre el referido criterio de cálculo de la indemnización de despido cuando están implicadas opciones de compra de acciones. Ello es así por la razón ya apuntada de que dichas percepciones quedan en la tesis de dicha sentencia de contraste excluidas de tal indemnización. La diferencia señalada por la Sala es así una derivación lógica de la divergencia de raíz entre las sentencias comparadas, que no debe impedir la apreciación de la contradicción de éstas, en cuanto que no afecta a la ya señalada sustancial igualdad de los litigios. El desacuerdo o desencuentro en la argumentación de las sentencias es accesorio cuando concurre dicha igualdad sustancial de los “hechos, fundamentos y pretensiones” de los litigios enjuiciados.

Tercero.—La conclusión del razonamiento anterior para quienes suscriben este voto discrepante es que la Sala debió entrar en el fondo de la cuestión planteada en el recurso concerniente al criterio de cálculo de la indemnización de despido cuando la relación de trabajo extinguida ha originado

ventajas económicas derivadas de opciones de compra de acciones.

Sobre esta concreta cuestión sustantiva debe pronunciarse ahora el presente voto particular, en cumplimiento de lo dispuesto en el art. 260.1 de la Ley orgánica del Poder Judicial. Y lo hará de manera muy breve, habida cuenta que respecto de la misma no hay en realidad que motivar discrepancia alguna en relación con lo que dice la propia sentencia de la mayoría.

En la fundamentación del juicio de no contradicción la sentencia contempla dos criterios posibles de cálculo de la indemnización de despido cuando están implicadas opciones de compra de acciones. Uno es el criterio de computar el beneficio derivado de la venta de las acciones adquiridas tras el periodo de espera establecido; según el otro criterio ha de computarse el beneficio teórico producido en el momento de la adquisición de la opción por la diferencia existente en tal momento entre el precio especial pactado y el precio de mercado de las acciones adquiridas. El razonamiento de la sentencia de la mayoría se inclina claramente por este segundo criterio.

A los firmantes de este voto particular les parece también el más acertado, si, como resulta lógico en aras de la unidad de doctrina, se considera ya “premisa necesaria” de nuestro discurso la jurisprudencia estableci-

da por esta Sala en la materia en las sentencias de Sala General de 24 de octubre de 2001 y en otras posteriores de 4 de febrero de 2002, 10 de abril de 2002 y 11 de abril de 2002. Partiendo de que en determinados supuestos la adquisición de opciones de compra de acciones constituye retribución salarial por ser contraprestación del trabajo, parece más lógico entender, como hace la sentencia, que haya de darse “una relación directa de reciprocidad entre el sacrificio patrimonial del trabajador (la cesión de los frutos de su trabajo) y el sacrificio patrimonial del empresario (la atribución de una opción compra de acciones a un precio inferior al de mercado)”, puesto que en “los posibles beneficios obtenidos por el trabajador como consecuencia de la venta de las acciones que adquirió al ejercitar la opción... no hay relación entre empresario y trabajador... (y) no hay conexión directa entre el beneficio patrimonial obtenido por el trabajador y el trabajo”.

Cuarto.—En conclusión, para quienes suscriben este voto particular la Sala debió apreciar contradicción de sentencias en la cuestión del cálculo de la indemnización de despido, entrando en el fondo del asunto para casar la sentencia recurrida, y resolver el debate de suplicación en el sentido expresado en el anterior fundamento.

COMENTARIO

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
 1. **Consideraciones generales.**
 2. **La actualidad del complemento salarial stock options inducida por el régimen fiscal propuesto: breve referencia al nuevo régimen fiscal de las stock options.**
 - A) Reducciones aplicables sobre los rendimientos del trabajo derivados del ejercicio de opciones sobre acciones otorgadas a los trabajadores.
 - B) Exenciones aplicables sobre los rendimientos del trabajo derivados del ejercicio de opciones sobre acciones otorgadas a los trabajadores.
 - II. LA NATURALEZA RETRIBUTIVA-SALARIAL DE LAS STOCK OPTIONS DIRIGIDAS A LOS TRABAJADORES Y LA CUESTIÓN DE SU VALOR INTRÍNSECO. VARIACIÓN EN LA DOCTRINA LEGAL.
 - III. LA DETERMINACIÓN DEL VALOR DE LAS STOCK OPTIONS EN LA DOCTRINA DE LA SENTENCIA DE 1 DE OCTUBRE DE 2002 Y EN LA JURISPRUDENCIA (SENTENCIAS DE 24 Y 25 DE OCTUBRE DE 2001, Y DE 4 DE FEBRERO, 10 Y 11 DE ABRIL DE 2002): “UTILIDAD PATRIMONIAL” VERSUS “CANTIDADES OBTENIDAS”.
 - IV. LA CUESTIÓN DEL CARÁCTER DE RETRIBUCIÓN DINERARIA O EN ESPECIE DE LAS STOCK OPTIONS.
 - V. CÓMPUTO DE LAS STOCK OPTIONS EN LA BASE DE CÁLCULO DE LAS INDEMNIZACIONES POR DESPIDO.
 - VI. CONCLUSIÓN.
-

- I. INTRODUCCIÓN
 1. **Consideraciones generales**

Establecida en una, ya sólida, jurisprudencia la naturaleza salarial de las stock options u opciones sobre acciones dirigidas a los trabajadores ⁽¹⁾ (en ade-

(1) Con carácter general nos remitimos al trabajo que hemos realizado conjuntamente, “Stock options (opciones sobre acciones) y planes de stock options dirigidos a los trabajadores (employees stock options plans-ESOPs)”, publicado en esta Revista, núm. 87, julio-septiembre 2002, pp. 43-138.

lante utilizaremos únicamente la denominación de “stock options”, por reflejar mejor su laboralidad que la referencia a “opciones sobre acciones”), su carácter de retribución líquida o no en especie, así como la procedencia de su cómputo en el cálculo de las indemnizaciones pertinentes, en su caso, por despido, quedaba por resolver el concreto valor que debía de atribuírseles, esto es, cómo se llevaba a efecto su cuantificación en dinero, y cómo se integraban en la base de cálculo de aquellas indemnizaciones.

La sentencia del Tribunal Supremo, Sala Cuarta, de 1 de octubre de 2002, trata precisamente de la problemática irresoluta indicada en el párrafo anterior, estableciendo el criterio solutorio de aquella cuestión. Ciertamente la sentencia deja sin aclarar algunos aspectos, sin duda sobresalientes desde un punto de vista práctico, referentes a tales indemnizaciones, pero no por ello deja de resolver los aspectos nucleares de esa problemática.

La sentencia que se comenta afirma, como no podía ser menos, la naturaleza retributiva-salarial de las stock options dirigidas a los trabajadores, acogiendo lo afirmado en las sentencias de la misma Sala de 24 y 25 de octubre de 2001 y 4 de febrero, 10 y 11 de abril de 2002, pero introduciendo sustanciales modificaciones en la doctrina legal establecida en tales sentencias, especialmente relevantes en cuanto al método de valoración.

Efectivamente, con cita de la jurisprudencia reseñada, indica la sentencia objeto de comentario que “los beneficios derivados de las opciones sobre acciones pueden, en determinadas circunstancias, tener la consideración de salario”, añadiendo “pero esto no significa que, cumplidas esas condiciones, cualquier beneficio o ventaja patrimonial derivado de la opción sea salario” y precisando que aquella condición la tiene “la utilidad patrimonial que obtiene el beneficiario (...) por la diferencia entre el precio de la acción en el mercado en el momento de adquisición y el precio de ejercicio pactado”, por contra de lo indicado en aquella doctrina legal que confiere, con generalidad, carácter salarial al producto de la venta del subyacente (acciones) realizada al momento de ejercicio de las stock options o inmediatamente después.

Aquella referencia que en la sentencia comentada se hace a que las stock options “pueden” tener la condición de salario “en determinadas circunstancias”, no puede leerse en clave discrepante con la jurisprudencia anterior ya indicada, esto es queriendo significar que “solo y excepcionalmente en muy singulares circunstancias” son salario, sino, muy al contrario, debe entenderse, dada la apelación que la propia sentencia hace a las resoluciones precitadas, que la sentencia considera que las stock options son generalmente salario, esto es, que, conforme con aquella jurisprudencia, son salario al concederse en virtud

de una relación laboral existente. Esta precisión de la sentencia obliga a efectuar una referencia al carácter salarial de las opciones sobre acciones ⁽²⁾.

Adelantando conclusiones puede afirmarse que “las stock options ponen de manifiesto la complejidad y polivalencia funcional del salario en cuanto a su tendencial remercantilización, con el predominio de los intereses del mercado financiero frente a otras consideraciones y donde el trabajo se remunera en función de la contribución al resultado empresarial, con el auge de fórmulas que flexibilicen el salario, pasándolo de coste fijo a variable” ⁽³⁾.

Ciertamente en los sistemas retributivos más modernos se difumina la distinción entre actividad individual y resultado global de la organización productiva ⁽⁴⁾. “En ellos, el montante del salario se calcula en función de una serie de factores, de los cuales el trabajo es solo un componente, siendo ejemplo de ello la participación en los beneficios y en los resultados de las empresas (participación en beneficios, en sentido estricto, y accionariado de los trabajadores)” ⁽⁵⁾. Tal característica hace que en las stock options no se atienda para la

⁽²⁾ Sobre la naturaleza en su caso salarial de las stock options vid. DESDENTADO BONETE, A., “Las stock options como retribución laboral. A propósito de las sentencias del Tribunal supremo de 24 de octubre de 2001”, en *Stock options, Tres perspectivas: Mercantil, Laboral y Fiscal*, Aranzadi, Pamplona 2002, pp. 61 ss.

⁽³⁾ TAPIA HERMIDA, A. y TAPIA FRADE, A.D., op. cit. [“Stock options (opciones sobre acciones) y planes de stock options dirigidos a los trabajadores (employee stock options plans-ESOPs)”, p. 116.

⁽⁴⁾ Indica MOLINA NAVARRETE, C., “La dimensión jurídico-salarial de los employee stock options plans: La doctrina legal ¿zanja o relanza la polémica?, *RTSS*, núm. 229, CEF, abril 2002, p. 37, que “la política de gestión retributiva que subyace a los ESOPs participa de un proceso más global de sujeción del régimen jurídico-laboral a las exigencias del principio de eficiencia económica, en otro tiempo llamado «principio del rendimiento» y hoy expandido bajo la veste de principio pro domino y principio de defensa de la productividad ex artículo 38 CE”.

⁽⁵⁾ TAPIA HERMIDA, A. y TAPIA FRADE, A. D., op. cit. [“Stock options (opciones sobre acciones) y planes de stock options dirigidos a los trabajadores (employees stock options plans-ESOPs)”, p. 116.

Aquel sistema salarial es de modernidad relativa pues si bien es desconocido en el vigente Estatuto de los trabajadores ya se refería a él la LCT de 1944.

Los distintos sistemas mediante los que en los Estados miembros de la Unión europea se ha fomentado la participación de los trabajadores en los beneficios y los resultados de las empresas, aparecen recogidos en los Informes PEPPER (“promoción de la participación de los trabajadores en los beneficios y en los resultados de las empresas”), elaborados por la Comisión a instancias del Consejo, Recomendación del Consejo 92/443/CEE, de 27 de julio de 1992; concretamente en el Informe de la Comisión-PEPPER II, de 1996 [COM (96) 697 final, de 8-1-1997]. Como las categorías principales aparecen: A) Participación en beneficios; B) Accionariado de los trabajadores. Respecto de la primera sostiene que “contrariamente a

atribución del derecho o para la determinación de su alcance “ni al tiempo de trabajo efectivo (o de descanso computable como trabajo) del trabajador participante, ni a las unidades de obra resultantes de su personal esfuerzo productivo”, ni influya “en la modulación del derecho en cuestión las cualidades profesionales del trabajador que suelen influir en la calidad de trabajo” (6).

Sin duda puede afirmarse que “con el modelo retributivo de stock options, además de los resultados ordinarios de la organización productiva (cash flow), las decisiones financieras (de inversión y financiación) y las operaciones financieras y especulativas del empresario determinan la existencia y la cuantificación de ese complemento salarial” (7).

las primas tradicionales, relacionadas con el rendimiento individual (...), la participación en los beneficios es un régimen colectivo aplicado a todos los trabajadores, o a un amplio grupo de ellos (...) La participación en los beneficios basada en el accionariado consiste en dar a los trabajadores una porción de acciones de la empresa en donde trabajan, en función de los beneficios u otra medida de rendimiento de la compañía”; En relación con la segunda afirma que “*el accionariado de los trabajadores introduce una participación de éstos en los resultados de la empresa de una manera indirecta, es decir, sobre la base de la participación en la propiedad, ya sea mediante la percepción de dividendos, o mediante la realización de plusvalías sobre el capital en manos de los trabajadores, o bien una combinación de ambos. Si bien estas fórmulas no guardan una relación directa con los beneficios de la empresa, sí están relacionadas con su rentabilidad y permiten que los participantes se beneficien del crecimiento de sus beneficios.* El accionariado de los trabajadores puede ser individual o colectivo; las acciones pueden ser de la empresa en donde trabaja el empleado o de otra”. Más adelante señala “el término genérico «accionariado de los trabajadores» se utiliza frecuentemente para designar tanto la participación en los beneficios en forma de acciones como el accionariado de los trabajadores”. Los regímenes a los que se refiere el Informe tienen las siguientes características, “son regímenes internos (aplicados dentro de una empresa), colectivos (a disposición de todos los trabajadores, o de una gran parte de ellos), permanentes (aplicados de forma regular) y establecen una relación entre la participación de los trabajadores y el rendimiento de la empresa (de forma directa o indirecta)”; aquel informe distingue los siguientes tipos: PB, participación en beneficios; PBA, participación en los beneficios en forma de acciones; PBO, participación en los beneficios en forma de obligaciones; PBE, participación en los beneficios en efectivo; PDB, participación diferida de beneficios; AT, accionariado de los trabajadores; OCA, opción de compra de acciones; ODCA, opción discrecional de compra de acciones; PAT, Planes de accionariado de los trabajadores; CET, compra de la empresa por los trabajadores”. Sobre la situación en España el mismo informe indica que “hasta ahora sólo ha recibido una atención muy limitada y no se ha encontrado entre los temas prioritarios de las negociaciones entre los interlocutores sociales”, desarrollándolo más ampliamente en pp. 18-19.

(6) Objeciones manifestadas en el Voto particular a las SSTs de 24 y 25 de octubre de 2001.

(7) TAPIA HERMIDA, A. y TAPIA FRADE, A.D., op. cit. [“Stock options (opciones sobre acciones) y planes de stock options dirigidos a los trabajadores (employees stock options plans-ESOPs)”, p. 117.

Los elementos irracionales en los mercados de valores, la volatilidad de los precios de las acciones y sus fluctuaciones excesivas por la existencia de “burbujas especulativas” no excluyen que la cotización bursátil constituya un sistema eficiente de valoración de la empresa y de este complemento salarial, por lo que uno de los límites que, según indica tradicionalmente la doctrina, no se pueden traspasar, en la correlación (siempre parcial) del riesgo de empresa, a la obligación salarial y que consiste en la “no compartición de pérdidas”, resulta claramente superado en la “era de las finanzas”, por más que el otro límite, el referido a la suficiencia salarial, permanezca menos alterado por el predominio de la economía financiera ⁽⁸⁾.

Dado que la sentencia que comentamos, así como la jurisprudencia anterior, citada, se limitan al tipo general o básico de planes de stock options (ESOPs), esto es a aquellos planes de stock options que otorgan a los trabajadores que los hayan suscrito el derecho a comprar, en una fecha futura o durante un plazo determinado una cantidad determinada de acciones de la sociedad-empresario o de otra sociedad del grupo (ordinariamente la matriz), sin que obste a tal consideración el hecho de que en la misma fecha de entrega de las acciones el trabajador pueda solicitar su venta, recibiendo entonces el dinero resultante de la enajenación y no las acciones mismas, sólo incidentalmente aludimos a otros posibles tipos de planes de stock options

Efectivamente ha de repararse en que junto al tipo general o básico de stock options aparecen determinados complementos salariales que no obstante estar vinculados a subyacentes (reales, financieros o índices) suponen alejamientos más o menos intensos del tipo básico, y a los que difícilmente puede aplicarse la doctrina establecida en la sentencia objeto de comentario y en la jurisprudencia precedente, que han tenido como referentes planes de stock options de tipo general. Son los llamados “stock appreciation rights” (SARs), o “bonos de revalorización diferencial, de plusvalía o de rentabilidad acciona-

(8) TAPIA HERMIDA, A. y TAPIA FRADE, A.D., op. cit. [“Stock options (opciones sobre acciones) y planes de stock options dirigidos a los trabajadores (employees stock options plans-ESOPs)”], p. 118/Sobre la no participación del trabajador en las pérdidas empresariales vid. FERNÁNDEZ AVILÉS, J.A., “Configuración jurídica del salario), Comares, Granada, 2001, p. 461. Indica MOLINA NAVARRETE, C., op. cit. (“La dimensión jurídico-salarial de los employee stock options plans: La doctrina legal ¿zanja o relanza la polémica?”), p. 36, que “la flexibilidad salarial supone tanto un proceso de diversificación (diferenciación) salarial como la búsqueda de mecanismos que aseguren la traslación directa o indirecta, a los trabajadores de riesgos que originariamente se entendían residenciados sólo, al menos formalmente, en la esfera del titular de la organización empresarial”.

rial”, que no siempre otorgan derecho a entrega de acciones⁽⁹⁾ sino, generalmente, a que el trabajador pueda liquidar por diferencias de cotización (u otras valoraciones) al vencimiento. De la misma manera sólo indirectamente y difícilmente es aplicable aquella doctrina a las “phantom stock” (acciones fantasma), “options on phantom stock” (opciones de compra de acciones fantasma), “performance shares”, “vesting rights stock”, “tracking stock”, “targeted stock”, “mirror stock” y “alphabet stock”, “premium options”, “performance-vested options”, “repriced stock options”, “purchased options”, “renewable options”, “indexed options”, “reload stock options”, y “equity linked incentive plans”.

Ha de recordarse que en el origen mismo de las opciones sobre acciones se manifiesta su carácter remunerador. Efectivamente a mediados de los años ochenta en las sociedades cotizadas en la bolsa de Nueva York⁽¹⁰⁾ (si bien también ya en esas mismas fechas constituían una práctica generalizada en las sociedades cotizadas británicas y japonesas), aparecen como una “moderna forma de remuneración del trabajo”⁽¹¹⁾. Tal sistema, establecido inicialmente a favor de los administradores sociales⁽¹²⁾ y, en especial, a favor de quienes se ocupaban de la gestión de la sociedad y del desarrollo de su objeto social, se

(9) “Pueden pagarse en dinero o en acciones, generalmente a elección del beneficiario, y por tanto tienen que ser opciones «cubiertas» (covered). Tampoco es raro que se materialicen parcialmente en dinero (por la parte necesaria para pagar los impuestos que genera el plan de opciones) mientras que la porción principal se paga en especie. Y además estos SAR pueden llegar a ser completamente desnudos (naked SAR), si llegan a articularse al margen de la concesión de opciones propiamente dichas y su base, es decir las acciones, que sirven de «nacional» o subyacente, opera como simple módulo de referencia para calcular un incentivo o compensación variable en metálico por la que nada hay que pagar por anticipado, y que tampoco generará tributación por rentas de capital”, indica SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Las llamadas stock options y las formulas mágicas de la ciencia jurídica”, en *Derecho de sociedades. Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, McGraw-Hill, vol. II, Madrid, 2002, p. 1.496.

(10) New York Stock Exchange (NYSE), el mayor mercado bursátil del mundo, ubicado en el núm. 11 de Wall Street, calle por la que se le conoce generalmente, tanto en el lenguaje coloquial como en el de los medios de información general.

(11) MOLINA NAVARRETE, C., opus cit. (“La dimensión jurídico-salarial de los employee stock options plans: La doctrina legal ¿zanja o relanza la polémica?”), p. 63.

(12) Indica SÁNCHEZ CALERO, F., “Sociedad cotizada en bolsa en la evolución del derecho de sociedades”, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 2001, pp. 276-277, “con independencia de otros sistema de remuneración de los administradores, y siendo compatible con ellos, los estatutos podrán prever que los miembros del consejo de administración sean retribuidos mediante entrega, a título retributivo u oneroso, de acciones de la propia sociedad o mediante la concesión de derechos de opción de compra de las mismas. Este sistema de remuneración en las sociedades cotizadas, que se ha extendido en los países occidentales, ha tenido una regulación relativamente detallada dentro de nuestro ordenamiento, que se ha visto completada por disposiciones de diverso rango del mercado de valores”.

extendió⁽¹³⁾, con gran rapidez, al conjunto difuso de los directivos o managers, para llegar a ser aplicado a parte o a la totalidad de los trabajadores de la empresa o del grupo en el que la sociedad-empresario se incluye⁽¹⁴⁾, especialmente en sectores económicos donde la gestión del conocimiento ha venido constituyendo el principal activo (siendo ejemplar al respecto lo sucedido, en nuestra nación, en el sector de las nuevas tecnologías), viniendo a ser en el momento actual, y con un indiscutible futuro, un sistema de remuneración salarial generalizado. Circunstancia de la que es testigo la prensa diaria, en la que puede leerse: “las empresas están utilizando las opciones cada vez más como una forma de pago a su empleados”⁽¹⁵⁾.

Constituyen un singular sistema retributivo⁽¹⁶⁾ acomodado al nuevo modelo económico de economía financiera, que ha venido con la denominada “era de las finanzas”. Modelo indicativo de que las finanzas han sustituido a la industria en su papel de líder de la actividad económica, que mantuvo desde la Revolución Industrial, hasta comienzo de los años setenta, prácticamente hasta finalizar el siglo XX. Esto significa que las finanzas han sustituido o están sustituyendo a la industria y los valores que presiden el nuevo modelo de desarrollo económico son los imperantes en el ámbito de las finanzas⁽¹⁷⁾.

El cambio de la “era industrial” a la “era de las finanzas” ha traído consigo otro fenómeno no menos importante para el Derecho que consiste en la “globalización” o “universalización” de la economía, fenómeno novedoso, al menos por su intensidad y grado de realización, bien que en todas las civilizaciones haya estado presente el paradigma de lo universal. El “sistema financiero”, o conjunto de instituciones, entidades y operaciones a través de los cuales se canaliza el ahorro hacia la inversión, suministrando (oferta) dinero u otros medios de pago para financiar las actividades de los operadores económicos (de-

(13) El 99 por 100 de las empresas incluidas en el índice Estándar&Poor’s cuentan con planes de stock options.

(14) Tiene reflejo en los Informes PEPPER citados en nota 5.

(15) *El País de los Negocios*, 9 de abril de 2002, p. 10.

(16) Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Stock options. Asistencia financiera de la sociedad y otras paradojas”, en *Stock options, Tres perspectivas: Mercantil, Laboral y Fiscal*, Aranzadi, Pamplona, 2002, pp. 14 y ss.

(17) PRIETO PÉREZ, E., *La Era de las Finanzas-Mercados Financieros y Globalización*, Real Academia de Doctores, Madrid, 2002, p. 6.

manda)⁽¹⁸⁾, se impone al productivo, por más que la Exposición de Motivos de la reciente Ley 44/2002, de 22 de diciembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero se inicie con una loa al sistema de economía productiva.

Aquella exposición de motivos se inicia con una nada afortunada apreciación sobre la prevalencia de la economía productiva, considerando al sistema financiero “una pieza”, bien que “esencial”, en el “desarrollo económico del país”, concluyendo que “su modernización y permanente actualización son una condición necesaria para el desarrollo de la economía real, verdadera impulsora del crecimiento y la creación de empleo”. En el momento actual parece puede afirmarse el carácter básico del desarrollo de la economía financiera, habiéndose precisado que “el mercado de valores actúa como motor de la expansión económica”⁽¹⁹⁾.

Efectivamente, al desarrollo de la economía financiera se debe el avance espectacular de la economía mundializada (sin especular sobre la mayor o menor incidencia según regiones del planeta), habiendo logrado un “estatus global e irreversible”⁽²⁰⁾.

La transcendencia del paso de la era industrial a la era de las finanzas, pórtico de todos los cambios jurídicos iniciados y por venir, se advierte en los nuevos modelos retributivos entre los que se sitúan como ejemplos adelantados los planes de stock options, en sus diferentes modalidades.

Para entender el porqué de aquel cambio y, en definitiva, la razón de la implantación de nuevos sistemas retributivos, baste con la siguiente reflexión:

“En la Era de la Industria, la posición dominante de la actividad económica correspondía al sistema productivo, que estaba liderado por los capitanes de empresas, portadores del espíritu de empresa. Las Finanzas eran necesarias y

(18) Según la definición dada por la Sentencia 133/1997, de 16 de julio de 1997, del Tribunal Constitucional (Pleno), Fundamento Jurídico núm. 3, que además precisa: “El concepto de mercado de valores no se entiende si no es integrado en el concepto más amplio de «sistema financiero» del que forma parte (...) el mercado de valores no es sino un elemento o parte integrante del sistema financiero. En concreto aquel que comprende las operaciones de colocación y de financiación a largo plazo así como las instituciones que efectúan principalmente estas operaciones. Más específicamente aún, el elemento definidor del mercado de valores lo constituyen los valores negociables —representados por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos— emitidos por personas o entidades públicas o privadas, y agrupados en emisiones”.

(19) PIZARRO MORENO, M., *La regulación como garantía de la libertad: algunas consideraciones sobre mercados de valores*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 2002, p. 185.

(20) PRIETO PÉREZ, E., opus cit. (*La Era de las Finanzas-Mercados Financieros y Globalización*), p. 7.

también estaban presentes, e incluso se reconocía que sin ellas no podía existir un sistema económico moderno; sin embargo, su papel no era de liderazgo, considerándose que estaban al servicio de las empresas, de modo que para el sistema productivo la actividad financiera era un sector de servicios como otros muchos. La transformación operada en los últimos veinte años supone la inversión de posiciones. En la Era de las Finanzas, éstas asumen el liderazgo e introducen un nuevo lenguaje, nuevos modelos operativos e imponen sus puntos de vista y valores. El beneficio ya no es necesariamente una consecuencia de una mejor y mayor producción de bienes y servicios, no requiriendo del espíritu de empresa. En la concepción financiera del beneficio, éste aparece como el resultado de decisiones financieras (de Inversiones y Financiación), operaciones financieras y especulativas”⁽²¹⁾.

2. La actualidad del complemento salarial stock options inducida por el régimen fiscal propuesto: breve referencia al nuevo régimen fiscal de las stock options

La actualidad del complemento salarial stock options ha sido fuertemente inducida por las modificaciones de su fiscalidad introducidas por la Ley 46/2002, de 18 de diciembre, de reforma parcial del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y por la que se modifican las Leyes de los Impuestos sobre Sociedades y sobre la Renta de no Residentes, publicada en el BOE núm. 303 de 19 de diciembre (en adelante, la “**Ley 46/2002**”)⁽²²⁾. Dichas modificaciones legislativas han implicado una mejora en el tratamiento fiscal⁽²³⁾ de este complemento salarial, hasta el punto de que bien podríamos considerar que el legislador pretende incentivar su uso frente al de otras modalidades retributivas. Este posible incentivo del legislador puede interpretarse como su reconocimiento tácito de la bondad de estos nuevos sistemas retributivos propios de la era de las finanzas y que suponen la “tendencial remercantilización del salario”⁽²⁴⁾.

(21) PRIETO PÉREZ, E., op. cit. (*La Era de las Finanzas-Mercados Financieros y Globalización*), pp. 12-13.

(22) Nótese que a pesar de que la fiscalidad de ciertos sistemas retributivos afines a las stock options (*Long-Term Bonus, Phantom Stock Option Plans* y similares) ha sido igualmente modificada por la Ley 46/2002, hemos considerado que su tratamiento queda extramuros del presente apartado.

(23) Sobre el sistema anterior vid. ALONSO GONZÁLEZ, L.M., “Fiscalidad de las stock options”, en *Stock options, Tres perspectivas: Mercantil, Laboral y Fiscal*, Aranzadi, Pamplona, 2002, pp. 113 y ss.

(24) TAPIA HERMIDA, A. y TAPIA FRADE, A.D., opus cit. [“Stock options (opciones sobre acciones) y Planes de Stock Options dirigidos a trabajadores (Employee Stock Options Plans-ESOPs)”, p. 116.

Como hemos señalado anteriormente, el tratamiento fiscal de los rendimientos del trabajo derivados del otorgamiento de stock options a favor de trabajadores se mejora sustancialmente por la Ley 46/2002. Dichas mejoras implican: (i) un incremento del porcentaje de la reducción a aplicar sobre los rendimientos del trabajo derivados del otorgamiento de opciones sobre acciones, en tanto se cumplan determinadas condiciones; y (ii) un incremento del importe máximo de la cuantía de los rendimientos sobre los que se aplicará tal reducción, igualmente, siempre que se cumplan determinadas condiciones.

Asimismo, se incrementan los importes de las exenciones previstas por la actual Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (“IRPF”) por razón de la entrega de acciones de la propia empresa o de otras empresas de su grupo.

A) Reducciones aplicables sobre los rendimientos del trabajo derivados del ejercicio de opciones sobre acciones otorgadas a trabajadores.

De conformidad con lo previsto por la Ley 46/2002, las novedades legislativas referidas a las reducciones que podrán ser aplicadas por los trabajadores que se beneficien de la entrega de opciones sobre acciones pueden resumirse como sigue:

(i) podrá practicarse una reducción del 40% sobre los rendimientos del trabajo derivados del ejercicio de opciones sobre acciones otorgadas a trabajadores, siempre que tales rendimientos tengan un período de generación superior a dos años⁽²⁵⁾ y no se obtengan de forma periódica o recurrente⁽²⁶⁾ o sean reglamentariamente calificados como obtenidos de forma notoriamente irregular en el tiempo⁽²⁷⁾ (28);

(25) Señala el art 10.2 del Reglamento del IRPF en relación con aquellos rendimientos del trabajo con un período de generación superior a dos años y que se perciban de forma fraccionada que *“sólo será aplicable la reducción prevista en caso de que el cociente resultante de dividir el número de años de generación, computados de fecha a fecha, entre el número de periodos impositivos de fraccionamiento, sea superior a dos”*.

(26) La Dirección General de Tributos (DGT) ha señalado que sí tienen derecho a la reducción las opciones condicionadas al cumplimiento de unos resultados en la empresa y a la evaluación del personal, cuando sólo puedan ejercitarse transcurridos más de dos años desde su concesión (Resolución de la DGT de 07/03/00).

(27) A estos efectos, el art. 10.3 del Reglamento del IRPF afirma que *“se considerará rendimiento del trabajo con periodo de generación superior a dos años y que no se obtiene de forma periódica o recurrente, el derivado de la concesión del derecho de opción de compra sobre acciones o participaciones a los trabajadores, cuando sólo puedan ejercitarse transcurridos más de dos años desde su concesión, sí, además, no se conceden anualmente”*.

(28) Ex art. 8 Ley 46/2002 por el que se modifica el art. 17 de la LIRPF.

(ii) la cuantía del rendimiento sobre la que se aplicará la reducción del 40 por 100 señalada en el apartado (i) anterior no podrá superar el importe que resulte de multiplicar el salario medio anual del conjunto de declarantes en el IRPF ⁽²⁹⁾ por el número de años de generación del rendimiento ⁽³⁰⁾;

(iii) el límite máximo de reducción señalado en el apartado (ii) anterior se duplicará para los rendimientos derivados del ejercicio de opciones de compra sobre acciones por los trabajadores siempre que ⁽³¹⁾:

(a) las acciones o participaciones adquiridas se mantengan durante, al menos, tres años, a contar desde el ejercicio de la opción de compra; y

(b) la oferta de opciones de compra se haya realizado en las mismas condiciones a todos los trabajadores de la empresa, grupo o subgrupos de empresa ⁽³²⁾.

B) Exenciones aplicables sobre los rendimientos del trabajo derivados del ejercicio de opciones sobre acciones otorgadas a trabajadores.

Sin perjuicio de la aplicabilidad, en su caso, de la reducción señalada anteriormente por la Ley 46/2002, la entrega a trabajadores en activo, de forma gratuita o por precio inferior al normal de mercado, de acciones o participaciones de la propia empresa o de empresas de su grupo de sociedades, en la parte que no exceda de 12.000 euros anuales no se considerará renta del trabajo (y, en consecuencia, no estarán sujetas a tributación) ⁽³³⁾, siempre que se cumplan los siguientes requisitos ⁽³⁴⁾:

⁽²⁹⁾ Señala a estos efectos el art 10.4 del Reglamento del IRPF que *“la cuantía del salario medio anual del conjunto de declarantes del Impuesto (...) será de 17.900 euros”*.

⁽³⁰⁾ Ex art. 8 Ley 46/2002 por el que se modifica el art. 17 de la LIRPF.

⁽³¹⁾ Ex art. 23 Ley 46/2002 por el que se introduce un nuevo artículo 44 bis en la LIRPF.

⁽³²⁾ Nótese que la expresión *“a todos los trabajadores de la empresa, grupo o subgrupos de empresa”* podría inducir a equívoco en tanto si bien la misma (en singular, como se recoge en la Ley 46/2002), en nuestra opinión, podría hacer referencia a aquellos trabajadores que formen grupos o subgrupos diferenciables dentro de una misma empresa en función de criterios objetivos (antigüedad, etc.), también podría hacer referencia (si bien entendemos que la forma correcta debería ser el plural y no el singular) a trabajadores de una misma empresa o grupo o subgrupo de empresas.

⁽³³⁾ Ex art. 22 Ley 46/2002 por el que se modifica el artículo 43.a) de la LIRPF. Debe recordarse que la aplicación de la citada exención sobre los primeros 12.000 euros es compatible con la posibilidad de aplicación de la reducción señalada anteriormente sobre la parte de la retribución que exceda del citado importe.

⁽³⁴⁾ Estos requisitos son recogidos por el art. 42.2 del Reglamento del IRPF.

- (a) que la entrega se realice dentro de la política retributiva general de la empresa o, en su caso, del grupo de sociedades y que contribuya a la participación de los trabajadores en la empresa;
- (b) que cada uno de los trabajadores, conjuntamente con sus cónyuges o familiares hasta el segundo grado, no tengan una participación, directa o indirecta, en la sociedad en la que prestan sus servicios o en cualquier otra del grupo, superior al 5 por 100; y
- (c) que los títulos adquiridos se mantengan, al menos, durante tres años.

Como conclusión de lo expuesto anteriormente podría afirmarse que la mejora de la fiscalidad de las stock options introducida por la Ley 46/2002 supone un incentivo otorgado por el legislador a la utilización de los nuevos sistemas retributivos propios de la era de las finanzas y superadores del concepto de salario inmanente a la era industrial. En un entorno económico en el que únicamente podría hablarse de recuperación del ciclo alcista la eficiencia fiscal de cualquier complemento retributivo resulta determinante para su utilización por los distintos operadores económicos. La mejora del tratamiento fiscal de los rendimientos de trabajo generados en un período superior a dos años y en especial del complemento salarial stock options operada por la modificación legislativa ⁽³⁵⁾ resultará, en nuestra opinión, determinante para su implementación por los empleadores y su aceptación como alternativa retributiva por los empleados.

II. LA NATURALEZA RETRIBUTIVA-SALARIAL DE LAS STOCK OPTIONS DIRIGIDAS A LOS TRABAJADORES Y LA CUESTIÓN DE SU VALOR INTRÍNSECO. VARIACIÓN EN LA DOCTRINA LEGAL

La característica naturaleza retributiva ⁽³⁶⁾ salarial ⁽³⁷⁾ de las stock options dirigidas a los trabajadores se afirma por las sentencias del Tribunal Supremo,

⁽³⁵⁾ Debe señalarse que la mejora del tratamiento fiscal de las rentas irregulares del trabajo (categoría en la que se incluyen habitualmente las stock options) ha sido calificada como “discriminatori[a] respecto al que se otorga a otras fuentes de renta” por el Dictamen del Consejo Económico y Social, de 29 de mayo de 2002.

⁽³⁶⁾ Vid. CRUZ VILLALÓN J., “El régimen jurídico del salario como instrumento de política económica”, en *Reforma de la legislación laboral*, Jornadas organizadas por la Junta de Andalucía y el Ilmo. de Abogados de Málaga, Universidad-Junta de Andalucía, Sevilla, 1997, pp. 87-128; Indica ALONSO OLEA, M., *Introducción al Derecho del Trabajo* (5.ª edición), Civitas, Madrid, 1994, p. 56, “si el trabajo es, conjuntamente, productivo y por cuenta ajena, la atribución de los frutos a persona distinta del trabajador forzosamente ha de estar acompañada por la entrega por la primera al segundo de medios de subsistencia sustitutivos de los frutos del trabajo”.

⁽³⁷⁾ En sentido contrario a su consideración como salario indica MONEREO PÉREZ, L., “Estructura del Salario”, en *Comentarios a las Leyes laborales-La reforma del Estatuto de*

Sala Cuarta, de 24 y 25 de octubre de 2001, y 4 de febrero, 10 y 11 de abril de 2002, en los siguientes términos:

“Las cantidades que hubiese podido obtener el trabajador como consecuencia del ejercicio en tiempo de las opciones sobre acciones suscritas, tendrían (sic) (...tienen) naturaleza salarial”.

Aquella apreciación jurisprudencial puede cuestionarse en la medida en que no atribuye carácter salarial al derecho de opción mismo, pues considera que únicamente las cantidades dinerarias (que no el valor medido en unidades monetarias) obtenidas, o las acciones recibidas según indican más adelante aquellas resoluciones jurisdiccionales, una vez ejercitadas las stock options, son salario. El fundamento de tal consideración lo encuentra el Alto Tribunal en que la existencia de un contenido patrimonial estimable depende única y exclusivamente de la discrecionalidad del trabajador, en cuanto que a él y solo a él le corresponde decidir si ejercita o no las stock options, llegado el término.

Así, “sobre la existencia de un derecho valorable económicamente en el instante en que se formaliza entre empresa y trabajador la opción sobre acciones”, según aquella jurisprudencia, “debe decirse”:

“...que como obligación sujeta a plazo, su materialización sólo será posible en el momento en que se cumpla el término, pues será el titular del derecho el que en ese momento decida si lo ejercita o no”.

Ciertamente ni las cantidades dinerarias obtenidas ni las acciones subyacentes al derecho opcional pueden tenerse por efectivamente percibidas o adquiridas antes de la llegada del término de ejercicio y de su ejecución, a voluntad del trabajador, que es quien ostenta el “derecho subjetivo de optar”⁽³⁸⁾.

No obstante **ese mismo derecho de opción tiene contenido patrimonial y puede ser susceptible de valoración económica**. Es el denominado “valor

los Trabajadores, T. I, Vol. 1.º, (El nuevo régimen del salario), Edersa, Madrid, 1994, p. 146, que “esta modalidad participativa (con referencia al accionariado obrero) se articula típicamente por vías distintas a los conceptos de naturaleza salarial. No podría considerarse, en ningún caso, que se trate de «remuneraciones indirectas» propiamente dichas”; Vid. GARCÍA-PERROTE, I., y MARTÍN FLÓREZ, L., “La naturaleza no salarial de las opciones sobre acciones (stock options)”, *IL*, julio 2000, pp. 6-10, y, de los mismos autores, “La naturaleza no salarial de las opciones sobre acciones (stock options) (Nota a la SJS núm. 30 de Madrid de 5 de junio de 2000)”, *RL*, núms. 15-16, 2000, pp. 65-70; también en contra del carácter salarial de las stock options se pronuncian MARTÍN VALVERDE, A., RODRÍGUEZ-SAÑUDO, F. y GARCÍA MURCIA, J., *Derecho del Trabajo*, Tecnos, Madrid, 2001, p. 589.

⁽³⁸⁾ “El título fuente del poder (de optar) le dota de una tal sustantividad y trascendencia que lo promueve a la calidad de derecho subjetivo. La posibilidad de optar reúne los caracteres y aparece con los perfiles que definen el derecho subjetivo”, TORRES LANA, J.A., opus cit. (*Contrato y derecho de opción*), p. 185.

intrínseco” de las stock options, que se define como el “beneficio cierto que podemos realizar en el momento presente por el hecho de poseerla” (39).

Para determinar ese valor intrínseco se requiere la presencia de una “prima” que el optante ha de pagar. La cuestión se traslada, así pues, al cálculo de la “prima”. Pues bien, en las opciones laborales siempre existe esa prima, al extremo de que si no existiese no podrían calificarse de laborales, ni consecuentemente de salario. Efectivamente la inexistencia de prima *in pecunia*, “no significa que la opción resulte gratuita para el beneficiario, en la medida en que subyace una contraprestación implícita, su propio trabajo” (40). Como precisa la sentencia objeto de comentario aquella “prima o contraprestación (...) si la opción fuera salario estaría constituida por los servicios del trabajador beneficiario al empresario concedente”. Afirmación no irreprochable, pues en ningún caso todo el trabajo prestado puede considerarse “prima” pero sí puede atribuirse tal condición a la parte del mismo no remunerada, lo que en término marxianos es la “plusvalía”, así como otros aspectos relativos a la prestación del trabajo (renuncia a la búsqueda de otros empleos mejor remunerados, etc.). La valoración de aquella prima sin duda es compleja, pero no imposible.

Sin que pueda oponerse que las stock options laborales generalmente no se pueden ejercitar hasta un determinado momento, tanto porque esa característica fecha como término de ejecución no siempre ha de darse, pues puede referirse a todo el período de tiempo de vigencia de las stock options, desde la suscripción hasta una fecha futura más o menos alejada en el tiempo (esto es puede pensarse en stock options de modalidad americana), como porque aun en los supuestos de que esté establecida una fecha futura determinada como de ejercicio o a partir de la cual y durante un lapso de tiempo más o menos prolongado pueda ejercitarse el derecho opcional, siempre se podrá acordar la venta a plazo del activo (acciones) subyacente. Al menos como criterio para fijar un valor teórico este sistema valdría en todo caso.

No obsta a la naturaleza salarial de las stock options dirigidas a los trabajadores que el concepto legal de salario, *ex* artículo 26 ET, haga referencia al momento prestacional. Simplemente traslada cualquier problemática al plano de la sinalagmaticidad, del sinalagma genético y del sinalagma funcional.

(39) FONTECHA, E., y DE CRISTÓBAL, L., “Los mercados de opciones”, en *Curso de bolsa y mercados financieros*, Ariel, Barcelona, 2001, p. 986. Como significa el Premio Nobel de Economía Joseph Stiglitz, a propósito del no registro como coste de la contratación de personal en las cuentas de resultados, puede estarse seguro que cero en la valoración implícita “es una enorme infravaloración” (Recogido en *Expansión Economía* del 16-5-2002, p. 48).

(40) IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *Stock Options-Economía, política retributiva y debate social*, Dykinson, Madrid, 2000, p. 37.

En todo caso por la circunstancia referida en el párrafo anterior y porque el “concepto jurídico de salario ni puede petrificarse en un texto (evolutividad) ni utilizarse por igual para todos los posibles efectos jurídicos” (relatividad)”⁽⁴¹⁾, aquella apreciación jurisprudencial que considera salario las cantidades y las acciones, en su caso, obtenidas como consecuencia del ejercicio de las stock options, ha considerarse conforme con la delimitación y definición de salario que se infiere del artículo 26 ET⁽⁴²⁾. La misma consideración puede efectuarse si lo atribuyésemos al derecho de opción mismo, por su valor intrínseco.

La sentencia que comenta atiende a las necesidades expuestas en el párrafo anterior, bien que colocándose en una posición equidistante tanto de la consideración de salario a las stock options por el valor intrínseco, posición que ha de

(41) MOLINA NAVARRETE, C., opus cit. (“La dimensión jurídico-salarial de los employee stock options plans: La doctrina legal ¿zanja o relanza la polémica?”), p. 40.

(42) El contenido de los apartados 1 a 3 del artículo 26, titulado “del salario”, es el siguiente:

“1. Se considerará salario la totalidad de las percepciones económicas de los trabajadores, en dinero o en especie, por la prestación profesional de los servicios laborales por cuenta ajena, ya retribuyan el trabajo efectivo, cualquiera que sea la forma de remuneración, o los períodos de descanso computables como de trabajo. En ningún caso el salario en especie podrá superar el 30 por 100 de las percepciones salariales del trabajador.

2. No tendrán la consideración de salario las cantidades percibidas por el trabajador en concepto de indemnizaciones o suplidos por los gastos realizados como consecuencia de su actividad laboral, las prestaciones e indemnizaciones de la Seguridad Social y las indemnizaciones correspondientes a traslados, suspensiones o despidos.

3. Mediante la negociación colectiva o, en su defecto, el contrato individual, se determinará la estructura del salario, que deberá comprender el salario base, como retribución fijada por unidad de tiempo o de obra y, en su caso, complementos salariales fijados en función de circunstancias relativas a las condiciones personales del trabajador, al trabajo realizado o a la situación y resultados de la empresa, que se calcularán conforme a los criterios que a tal efecto se pacten. Igualmente se pactará el carácter consolidable o no de dichos complementos salariales, no teniendo el carácter de consolidables, salvo acuerdo en contrario, los que estén vinculados al puesto de trabajo o a la situación y resultados de la empresa.”

Sobre el concepto legal de salario MARTÍNEZ EMPERADOR, R., “La nueva regulación del salario”, en *Comentarios a las Leyes Laborales-La reforma del Estatuto de los Trabajadores*, T. I, Vol. I (*El nuevo régimen del salario*), Edersa, Madrid, 1994, pp. 15-43; RODRÍGUEZ SANUDO, F., “La ordenación de la estructura salarial”, en *Reforma de la legislación laboral: Estudios dedicados al Prof. Manuel Alonso García*, Marcial Pons y ADTSS, Madrid, 1995, pp. 287-302; MONEREO PÉREZ, J.L., “Régimen legal y estructura del salario”, *TS* núm. 87, 1998, pp. 20-45; GARCÍA MURCIA, J., “Concepto y estructura del salario (en torno al artículo 26)”, en edición especial con ocasión del núm. 100 de *REDT (El estatuto de los Trabajadores veinte años después)*, Civitas, T. I, Madrid, 2000, pp. 609-630.

Acerca de las fuentes reguladoras del salario vid. en *Estudios sobre el salario*, Acarl, Madrid, 1993, RAMÍREZ MARTÍNEZ, J.M., “Las fuentes reguladoras del salario”, pp. 21-52 y PRADAS MONTILLAS, R., “Reflexiones generales sobre la ordenación jurídica del salario en el ordenamiento laboral español”, pp. 57-69.

estimarse correcta, como de aquella que considera salario solamente la cantidad dineraria obtenida por la venta del subyacente, las acciones, o estas mismas en su caso, una vez ejercitado el derecho opcional, posición de la doctrina jurisprudencial preexistente (SSTS de 24 y 25 de octubre de 2001 y 10 y 11 de abril de 2002).

La singular posición de la sentencia objeto de comentario se pone de manifiesto cuando se advierte que para determinar el valor de las stock options, apela al diferencial con el que tuvieran las acciones subyacentes en el mercado en el momento en que se hubiera ejercitado el derecho opcional. Lo cual supone ruptura absoluta con la doctrina legal preexistente.

Ha de repararse en que la propia sentencia comentada se remite a la doctrina legal anterior, sentada en las SSTS de 24 y 25 de octubre de 2001 y 4 de febrero, 10 y 11 de abril de 2002, asumiendo como propia su afirmación de que “los beneficios derivados de las opciones sobre acciones concedidas por las empresas a sus trabajadores” son salario. En lo que difiere es en el método y, para una hipótesis (recepción de acciones y posterior venta) el momento en que se determina aquel beneficio.

La consideración indicada y la diferencia destacada, requieren que como primera providencia se concilie la doctrina contenida en la sentencia objeto de comentario con aquella jurisprudencia, en lo relativo a la necesidad de ejercicio del derecho opcional para que pueda aludirse a salario. Esto es, habrá de entenderse que el contenido innovador de la sentencia objeto de comentario, su referencia al valor de las stock options, tiene únicamente ese alcance, el de precisar su valor, sin que en absoluto exonere de su ejercicio para poder ser consideradas salario.

En definitiva que, de entre las interpretaciones posibles del contenido de la sentencia, una favorable a la necesidad de ejercicio del derecho opcional para que surja el complemento salarial stock options y otra favorable a la existencia del salario a partir de la suscripción del plan correspondiente, al menos por el valor intrínseco y sin perjuicio de su posterior ajuste por el ejercicio del derecho opcional, ha de acogerse la primera, que sigue fielmente el criterio jurisprudencial de que para la consideración salarial de las stock options han de haber ingresado en el patrimonio del trabajador y que para eso han de haberse ejercitado. Otra cuestión es la del valor que haya de atribuírseles.

Debe destacarse que tanto aquella jurisprudencia como la sentencia objeto de comentario efectúan una interpretación loable del precepto legal definidor del salario (art. 26 E.T.), limitando, en lo posible, su característica sinalagmaticidad y conmutatividad o reciprocidad estricta, y causalizando laboralmente las stock options, en los siguientes términos:

“La vinculación entre actividad laboral del empleado, su esfuerzo y dedicación y la obtención de un beneficio económico valorable derivado del ejerci-

cio de la opción, se muestra así evidente y configura el concepto legal de salario al ser una percepción económica que se recibe precisamente a causa o como consecuencia de la actividad laboral desarrollada” (STS de 24 de octubre de 2001).

Nuestra cultura jurídica y el mandato constitucional obligaban a los Magistrados actuantes a atenerse al contenido del texto legal, lo que efectivamente queda plasmado en las meritadas resoluciones judiciales (SSTS de 24 y 25 de octubre de 2001 y 4 de febrero, 10 y 11 de abril de 2002), en los siguientes términos:

“Vista la definición legal, en positivo y negativo, del concepto (con referencia al art. 26 ET), como premisa básica o elemento de partida debe decirse que (...) los planes de opciones sobre acciones han tenido siempre y tienen un marcado carácter retributivo como incentivo laboral”.

Las características señaladas de aquella definición legal y del resto del ordenamiento jurídico-laboral atribuyen al salario carácter estipulativo y globalizador, al enlazar causalmente la percepción del salario con la efectiva prestación de servicios y atribuir naturaleza salarial a todas las percepciones debidas por el empresario al trabajador, con la consecuente presunción *iuris tantum* de que todo lo percibido por éste de aquél es salario.

Concepción del salario que ha de adecuarse a las notas de flexibilidad, eficiencia y participación retributiva⁽⁴³⁾ que generalmente se consideran necesarias para que un sistema salarial sea económicamente eficiente.

Efectivamente, aquella exigencia de eficiencia económica para cualquier sistema salarial determina que la sinalagmaticidad ya no puede concebirse en los términos propios de las legislaciones de la economía de la era industrial o postindustrial⁽⁴⁴⁾.

(43) MOLINA NAVARRETE, C., opus cit. (“La dimensión jurídico-salarial de los employee stock options plans: La doctrina legal ¿zanja o relanza la polémica?”), p. 36.

(44) Así ocurría en el artículo 27 de la Ley de Contrato de Trabajo de 1931 y en el artículo 37 de la Ley de Contrato de Trabajo de 1944, bien que en el transcurso de la primera a la segunda se mejorara técnicamente el concepto que pasa de abarcar “la totalidad de los beneficios” obtenidos por el trabajador, en la primera, incluyendo “cotizaciones del patrono para los seguros sociales”, etc., a incluir únicamente los que son propiamente remuneratorios, en la segunda, dejando fuera del concepto cotizaciones sociales, etc.; Sobre la historia del salario vid. DURÉNDEZ SÁEZ, I., *La regulación del salario en España*, CES, Madrid, 1997.

El Voto Particular de las SSTS de 24 y 25 de octubre de 2001 lleva a cabo una interpretación del artículo 26 ET más ajustada a la economía industrial que financiera. Efectivamente en el mismo se indica que “la definición legal del salario en términos de contraprestación del

Aquella relación de causalidad o dependencia mutua, genética y funcional, del salario, en la época de la economía financiera se asienta “no ya en un plano contraprestacional estricto, sino en una dimensión más global” ⁽⁴⁵⁾, de tal manera que no sólo aquella característica sinalagmaticidad se ve modificada, sino que la nota de conmutatividad, o reciprocidad estricta, resulta también alterada al admitirse la posibilidad de la “propia existencia” de salarios o complementos salariales tales como las stock options.

Sin que ello suponga poder llegar a negar que el contrato de trabajo sea un contrato de cambio. La hipotética falta de contenido cuantificable de las stock options no puede abocar a la “gratuidad”, total o parcial, de la prestación del trabajador, al extremo que no se garantizase el umbral mínimo en cada momento exigible, según valoraciones ético-normativas, pues en tal caso se produciría un enriquecimiento injusto ⁽⁴⁶⁾ del empresario.

Abunda en la consideración de las stock options como salario la circunstancia de que la equivalencia de las prestaciones en el contrato de trabajo es “prevalentemente subjetiva” (por ello el contrato de trabajo debe ubicarse en la categoría de los contratos imperfectamente sinalagmáticos), constituyendo las stock options un instrumento adecuado para el continuo ajuste de las prestaciones de las partes que necesariamente ha de operarse en las relaciones laborales que se desarrollen en la era de la economía financiera.

Conforme con aquellas notas características de la definición legal del salario la jurisprudencia citada, a la que en este punto se remite la sentencia comen-

trabajo se confirma en los distintos pasajes del art. 26 del ET y de otros preceptos de la propia Ley. Uno de ellos es el que remacha la idea de que no importa “la forma de remuneración” para la calificación salarial, pero sí la retribución de “trabajo efectivo” o de “periodos de descanso computables como trabajo”.

⁽⁴⁵⁾ FERNÁNDEZ AVILÉS, J.A., op. cit. (*Configuración jurídica del salario*), p. 353; Vid. también UCELAY MONTERO, J.A., “Salarios globales y unificados”, en *Dieciséis lecciones sobre salarios y sus clases*, FDUCM, Madrid, 1971, pp. 199-216; RODRÍGUEZ SANUDO, F., “Problemas jurídicos del pacto de salario global”, *RPS* núm. 99, 1973, pp. 5-28, y “Complejidad y racionalización de la estructura del salario”, *REDT*, núm. 17, 1984, pp. 29-49.

⁽⁴⁶⁾ Afirma ESTEVE GONZÁLEZ, L., “Proyección en el sector el derecho aplicable de las distintas concepciones de enriquecimiento sin causa”, *ADC*, T. LIII, fascículo II, abril-junio 2000, en p. 535, que “en la actualidad se mantiene que lo «injusto» del enriquecimiento es el resultado mismo independientemente de los medios que hayan dado lugar a la producción de un resultado determinado”, y más adelante, en p. 549, que “es igualmente posible afirmar la existencia de un principio general del Derecho, el del enriquecimiento injusto, que desde sus orígenes puede distinguirse del enriquecimiento sin causa como fuente de las obligaciones”; Vid. DÍEZ-PICAZO, L., *La doctrina del enriquecimiento injustificado*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 1987.

tada, indica que “desde un punto de vista excluyente o negativo, que (sic) (...para que) el beneficio obtenido del ejercicio de la opción sobre acciones únicamente dejaría (sic) (...dejara) de tener naturaleza salarial, tendría que incluirse en alguno de los supuestos previstos en el número 2 del artículo 26”⁽⁴⁷⁾, concluyendo que “en ninguno de tales conceptos tiene cabida”⁽⁴⁸⁾. Añadiendo lo siguiente:

a) “Las condiciones retributivas contenidas en los planes de opción sobre acciones, una vez ejercitadas y obtenido el beneficio por el trabajador, tienen cabida en el número 3 del repetido artículo 26 ET”.

b) Que “son las circunstancias personales de los trabajadores de la empresa, su vinculación con ella en el tiempo y la perspectiva de mejora de los resultados empresariales (...) las que determinan (...) que se establezcan esos devengos”.

c) Constituyendo “un concepto retributivo nuevo, no previsto por el legislador laboral, cuya naturaleza es compleja, pues confluyen en él un conjunto de factores, no todos ellos de fácil alineamiento con el concepto tradicional de salario, pero en el que, no obstante, se aprecian las notas o características más importantes el mismo”⁽⁴⁹⁾.

Se advierte en los razonamientos que llevan a efecto, tanto la doctrina legal expuesta como la sentencia comentada, con ocasión de los justificar la naturale-

(47) Para FABIÁN MÁRQUEZ, L., “Los salarios en la negociación colectiva y en la contratación individual”, en *Salarios y estructura salarial*, FQT, Madrid, 2000, p. 29, de una interpretación *a contrario* lo que no está expresamente excluido resulta incluido en el concepto legal de salario.

En contra, en el Voto Particular de las SSTS de 24 y 25 de octubre de 2001, se indica que “la lista (...) de exclusiones expresas de la calificación salarial no es por cierto exhaustiva, sin que resulte difícil localizar en la Ley o en la práctica de las empresas, otros conceptos remuneratorios que carecen de carácter salarial”, indicando una serie de conceptos.

(48) Vid. MATORRAS DÍAZ-CANEJA, A., *Las percepciones extrasalariales (Estudio del régimen laboral, fiscal y de seguridad social aplicada)*, McGraw-Hill, Madrid, 1999.

(49) Vid. MERCADER UGUINA, J.R., *Modernas tendencias en la ordenación salarial: la incidencia sobre el salario de la Reforma Laboral*, Aranzadi, Pamplona, 1996.

En sentido opuesto, los Magistrados firmantes discrepantes de la mayoría en las SSTS de 24 y 25 de octubre de 2001 consideran que “ni es salario base pues no se trata de retribución fijada por unidad de tiempo o de obra, ni complemento salarial en ninguna de las tres variedades expresamente reconocidas en la Ley”.

za salarial de las stock options ⁽⁵⁰⁾, un esfuerzo para no quedarse ancladas en una concepción del salario propia de épocas y economías pasadas.

Efectivamente en la perspectiva tradicional el deber del empresario de pago del salario es asumido por el beneficio que espera obtener del trabajador asalariado y, a su vez, el deber del “esfuerzo y dedicación” aplicado por el trabajador a su prestación tiene sentido por constituir un medio de vida “cualificado, en cuanto que ha de cubrir las necesidades de una vida libre, es decir de una vida personal y familiar, moral y digna” ⁽⁵¹⁾. Pero “la realidad contemporánea del contrato de trabajo no puede ser restringida en los rígidos esquemas del contrato de cambio, sino que requiere de una sistematización autónoma propia” ⁽⁵²⁾, que se muestra evidente cuando las percepciones retributivas de los trabajadores “no se encuentran conectadas a un efectivo desarrollo de la prestación laboral” ⁽⁵³⁾.

Efectivamente tanto la doctrina legal expuesta como la sentencia objeto de comentario avanzan un paso más sobre las concepciones tradicionales vinculadas a la era de la economía industrial y postindustrial y, sin deslealtad para con la norma jurídico positiva, oponen a las objeciones de incertidumbre y aleatoriedad de los beneficios derivados del ejercicio de las stock options los siguientes argumentos:

1) En relación imputación de incertidumbre, “que puede ocurrir en torno a la existencia o no de un balance positivo o saldo diferencial final favorable al trabajador”, afirma que “no llega a desvirtuar la naturaleza salarial de lo que se percibe”, y ello “si llega a cobrarse”, pues “en los sistemas retributivos complejos como éste, o como puede ser en ciertos aspectos el denominado bonus, puede ocurrir que el devengo no tenga relación totalmente directa con la actividad del trabajador, como sucedería en la remuneración complementaria pactada por objetivos encomendados a un equipo, o cuando el reparto de beneficios, caso de haberlos, fuese lineal, por categorías o niveles”.

⁽⁵⁰⁾ TAPIA HERMIDA, A., “¿Son salario las opciones sobre acciones (Stock Options)?”, *RTSS (CEF)* núms. 209-210, agosto-septiembre, 2000, pp. 191-195; También “ESOPs (Employee Stock Options Plan), Naturaleza salarial de las opciones laborales sobre acciones”, *RTSS (CEF)* núm. 226, enero de 2002, pp. 202-216.

⁽⁵¹⁾ BORRAJO DACRUZ, E., “Configuración jurídica del salario”, *RPS*, núm. 50, 1961, pp. 9-10.

⁽⁵²⁾ FERNÁNDEZ AVILÉS, J.A., opus cit. (*Configuración jurídica del salario*), p. 155.

⁽⁵³⁾ FERNÁNDEZ AVILÉS, J.A., opus cit. (*Configuración jurídica del salario*), p. 155.

2) En cuanto a la objeción de aleatoriedad, que “no priva al beneficio del carácter salarial”. Pues aun cuando:

a) “el valor de las acciones puede cambiar en cada sesión de bolsa y con él la cantidad que pueda obtener el trabajador por ese concepto”, y

b) tal variabilidad o aleatoriedad “indudable de la cuantificación del beneficio salarial, que puede alcanzar incluso a su propia existencia, a lo largo del período en que el trabajador puede exigir su cumplimiento”,

“Lo decisivo, lo determinante, el núcleo básico y esencial para tal calificación no viene dado por la posibilidad de cuantificar con precisión anticipada el salario, sino por la constatación de que la percepción a la que se tiene derecho trae causa, deriva de la relación de trabajo, de la prestación profesional de servicios laborales por cuenta ajena, tal y como exige el artículo 26.1 ET”.

Además aquellas objeciones “tienen como punto de referencia fundamental el hecho de que entre la contribución al valor de la empresa, mediante la prestación del trabajo para esa determinada empresa, y la dependencia del valor de las stock options (en puridad del subyacente, las acciones) del valor generado por el «grupo» en el que la empresa se integra, hay un salto insalvable. Tal argumento no tiene en consideración que los empresarios, hoy en día, son «polisocietarios» (en expresión celebrada), con la consecuencia de que el salario ya no depende únicamente de las utilidades generadas por el trabajador, ni siquiera por el factor trabajo, sino de aquella combinación de factores productivos y financieros, referibles al grupo”⁽⁵⁴⁾.

Las stock options se integran en las “partidas salariales que incorporan criterios de cuantificación del salario extraños a la valoración de la singular prestación laboral, parámetros «extraindividuales» que cobran relevancia en la determinación del equilibrio entre las contraprestaciones (es decir, que tienden a llevar una parte de la compensación de los trabajadores fuera de los confines o

(54) TAPIA HERMIDA, A. y TAPIA FRADE, A.D., op. cit. [“Stock options (opciones sobre acciones) y planes de stock options dirigidos a los trabajadores (employee stock options plans-ESOPs)”], p. 119.

La noción de grupo, que resulta especialmente controvertida, en nuestro ordenamiento tiene como punto de referencia principal, pero marcadamente insuficiente, el art. 42 Cco, siendo diferente la definición del grupo, en el ámbito contable y mercantil general (art. 42 Cco), en el mercado de valores (art. 4 LMV), en el ámbito fiscal (art. 81 de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, según la redacción dada por la Ley 24/2001 de 27 de diciembre) y en el laboral (obra de la jurisprudencia, que se recoge ejemplarmente en la STSJ de Galicia de 2 de febrero de 2001); acerca de los grupos vid. SÁNCHEZ CALERO, F., opus cit. (*La sociedad cotizada en bolsa en la evolución del derecho de sociedades*), capítulo IX, “Sobre la regulación general de los grupos en el marco del derecho de sociedades”, pp. 293-329.

parámetros del salario «stictu iure»), lo que incide en la propia cualificación de la obligación” (55).

Los elementos característicos y los valores de la “era de las finanzas” están llamados a transformar la idea de salario, procurando ya modificaciones trascendentales redefinidoras de los sistemas salariales clásicos, que afectan fundamentalmente a su composición tradicional, mediante, entre otros, la generalización de planes de stock options que, limitados por ahora a constituir “complementos salariales”, nada impide que en el futuro conformen la retribución total, dejando en un segundo plano la formal independencia del salario respecto del riesgo de empresa. Cuestión diferente, y sin duda trascendente, es si se trata de la marcha hacia una nueva concepción y sistema de organización de las “relaciones industriales” (56), siempre “obra de los tiempos” (57).

En relación con aquellas objeciones la jurisprudencia y la sentencia comentada rechazan también la imputación de renuncia a lo irrenunciable, que según alguna doctrina se encuentra implícita en las stock options. Según aquella posición el trabajador si las acciones subyacentes estuvieran “out the money”, se vería abocado a no ejercitar las stock options, lo cual supondría una renuncia de derechos, más o menos inducida, pero en todo caso prohibida por el ordenamiento jurídico laboral. En absoluta discrepancia con tal apreciación indican la sentencia comentada y la jurisprudencia que tal falta de ejercicio:

“No significa que exista un acto de disponibilidad de derechos equivalente a una renuncia que prohibiría el artículo 3.5 del Estatuto de los Trabajadores”.

Fundamentando esa afirmación en una ya antigua pero no por ello menos cierta tesis, según la cual aquella norma prohíbe que el trabajador pacte con la

(55) FERNÁNDEZ AVILÉS, J.A., opus cit. (*Configuración jurídica del salario*), p. 467.

(56) Recuerda Gonzalo DIÉGUEZ, *Lecciones de Derecho del Trabajo*, Civitas, Madrid, p. 244, que “para que la participación en beneficios no altere la naturaleza del contrato de trabajo convirtiéndolo en uno de sociedad, es preciso que sea proporcionada en relación con la asignada al empresario”.

(57) Como indica VILLA GIL, L.E., “El Derecho del Trabajo en España a partir de la transición”, *RTSS (CEF)* núm. 230, enero 2003, p. 39: “el ordenamiento laboral es obra de los tiempos, ha nacido por exigencias políticas cuando el conflicto social no era soluble por los métodos unilaterales impuestos por la tradición y, a partir de ahí, ha evolucionado traumática y asimétricamente a salto de mata, podría decirse, para fortalecerse poco a poco y acabar conformándose como una de las ramas más pujantes del ordenamiento jurídico”, acabando en p. 46 con la siguiente afirmación: “se trata de un ordenamiento sometido a constantes, inevitables y hasta contradictorias reformas técnicas y políticas, soportables a condición de conservar o recomponer el equilibrio sustancial entre los intereses enfrentados”.

empresa la renuncia de sus condiciones de trabajo, dentro de las que sean de derecho necesario, pero no impide que en uso de su libertad, esto es sin interferencia alguna del empresario, decida ejercitar o no su derecho cuando se hubieran producido las condiciones para su ejercicio.

Libertad que se manifiesta singularmente en el caso de las stock options, pues “su (del trabajador) inactividad en modo alguno supone un acto de disposición prohibido por la ley, sino un acto de mera libertad del trabajador (...) cuando el ejercicio del derecho mismo exige que el trabajador lleve a cabo una serie de actos de valoración” (58).

(58) No obstante lo señalado anteriormente, ha de recordarse que el Voto Particular de las SSTs de 24 y 25 de octubre de 2001 establece, en sentido contrario, las siguientes apreciaciones que deben considerarse sólo acordes con la “era de la economía industrial” pero no con la de la “economía financiera”:

a) “Un factor como la cotización en bolsa en el futuro de un grupo de sociedades mantiene una relación excesivamente remota y mediatizada con el trabajo desarrollado en las distintas unidades de producción de las empresas del grupo como para poder considerar que puedan constituir, si no va acompañado de referencias más concretas, una modalidad de retribución o contraprestación del trabajo”;

b) “Sólo podría hablarse de la situación o de los resultados de una empresa como criterio de retribución del trabajo prestado cuando (...) los factores o elementos acogidos para su apreciación están referidos también en mayor o menor medida, además de a la cotización bursátil, al rendimiento de una empresa o unidad de producción concreta (productividad, cifra de ventas, calidad del servicio), o a lo sumo a la rentabilidad (beneficios) de la sociedad titular de la misma”.

Como consecuencia de las anteriores apreciaciones, el citado Voto Particular niega la condición de salario de las stock options, porque:

(i) “(no) puede decirse que, en fin, la situación o los resultados de la empresa determinen en el caso el contenido de los beneficios derivados de la opción de compra de acciones” y,

(ii) “la percepción del beneficio o ventaja económica de compra de acciones depende en exclusiva de la cotización futura en bolsa de los valores del grupo, (...con la consecuencia de que) la conexión con el trabajo prestado por el trabajador participante se difumina y desvirtúa hasta hacerse irreconocible (... al entrar) en juego entonces los resultados de muchas empresas (todas las del grupo) y no de una sola, y también otros muchos factores imprevisibles y aleatorios de carácter económico, político y social. El peso de todos estos factores extraños al trabajo y a los resultados de una empresa concreta es tanto mayor cuanto que estos últimos y el indicador de cotización bursátil determinante del beneficio se establece a una distancia temporal mínima de (...) años”.

III. LA DETERMINACIÓN DEL VALOR DE LAS STOCK OPTIONS EN LA DOCTRINA DE LA SENTENCIA DE 1 DE OCTUBRE DE 2002 Y EN LA JURISPRUDENCIA (SENTENCIAS DE 24 Y 25 DE OCTUBRE DE 2001, Y DE 4 DE FEBRERO, 10 Y 11 DE ABRIL DE 2002): “UTILIDAD PATRIMONIAL” VERSUS “CANTIDADES OBTENIDAS”

La doctrina legal establecida por sentencias de 24 y 25 de octubre de 2001, y 4 de febrero, 10 y 11 de abril de 2002, afirmado el carácter salarial de las stock options otorgadas a los trabajadores “una vez ejercitadas (las stock options) y obtenido el beneficio por el trabajador”, indica que aquel salario viene constituido:

Por “las **cantidades obtenidas de la venta**, simultánea o inmediata, de las acciones, ejercitadas las stock options o, en su caso, a las acciones obtenidas”.

Discrepando de aquella valoración la sentencia objeto de comentario, tras señalar que “los beneficios derivados de las opciones sobre acciones concedidas por las empresas a sus trabajadores pueden, en determinadas condiciones, tener consideración de salario”, precisa que aquella calificación únicamente convendrá:

A la “**utilidad patrimonial**” obtenida en el momento mismo del ejercicio del derecho opcional, “**constituida por la diferencia entre el precio de la acción en el mercado en el momento de la adquisición y el precio de ejercicio pactado**”. Esto es, “**al beneficio obtenido al adquirir la acción a un precio inferior al mercado**”.

En resumen “cantidades obtenidas” versus “utilidad patrimonial conseguida”. Esto es, si se trata la “utilidad patrimonial” obtenida en el momento mismo de ejercicio del derecho opcional, “constituida por la diferencia entre el precio de la acción en el mercado en el momento de la adquisición y el precio de ejercicio pactado”, estaremos ante una percepción salarial. Por el contrario, si se trata de los “beneficios obtenidos por el trabajador como consecuencia de la venta de las acciones que adquirió al ejercitar la opción, lo percibido ya no será salario sino plusvalía o beneficio obtenido por la enajenación de un bien propiedad del trabajador”.

Podría pretenderse una interpretación conciliadora de doctrina contenida en la sentencia que se comenta y la doctrina jurisprudencial citada. Pero para ello habría que, tras reconducir las “cantidades obtenidas de la venta” al “valor de venta” (o beneficio por la diferencia entre el precio de ejercicio y el de mercado del subyacente), hacerlo coincidir con el “beneficio obtenido al adquirir la acción a un precio inferior al mercado”. Pero sería objetable porque no es lo que se indica en las respectivas resoluciones judiciales.

Precisando más la sentencia comentada destaca que **“de la opción pueden derivar dos ventajas o utilidades patrimoniales distintas** que se manifiestan de manera sucesiva en el tiempo”, y que no necesariamente siempre han de ser consideradas salario.

Indica cuáles son esas dos sucesivas ventajas, tras señalar que “lo que caracteriza la opción es la facultad de adquirir un bien a un precio predeterminado (precio de ejercicio pactado) con independencia del precio que tenga en el mercado ese bien en el momento en que la opción se ejercita (precio de adquisición en el mercado).

Aquellas ventajas en sucesión cronológica son, según la sentencia comentada, las siguientes:

a) **La primera etapa** vendrá constituida por la **utilidad patrimonial** obtenida en el momento mismo del ejercicio del derecho opcional, **“constituida por la diferencia entre el precio de la acción en el mercado en el momento de la adquisición y el precio de ejercicio pactado**, de forma que la opción no se ejercitará normalmente si este último es superior al primero. Por ello, el beneficiario debe realizar una contraprestación por la atribución de esa facultad de optar; contraprestación que si la opción fuese salario estaría constituida por los servicios del trabajador beneficiario al empresario concedente. Hay aquí una relación directa de reciprocidad entre el sacrificio patrimonial del trabajador (la cesión de los frutos de su trabajo) y el sacrificio patrimonial del empresario (la venta de la acción a un precio inferior al de mercado) y son además estos sujetos los que quedan recíprocamente obligados”.

b) **La segunda etapa** devendrá con la venta, en su caso, posterior de las acciones adquiridas. Efectivamente “la situación cambia cuando consideramos **los posibles beneficios obtenidos por el trabajador como consecuencia de la venta de las acciones que adquirió al ejercitar la opción**. No hay aquí relación entre empresario y trabajador, pues éste último obtiene el precio de las acciones, que ya eran suyas, de un tercero mediante un negocio jurídico mercantil en el que ya no tiene intervención alguna el empresario en cuanto tal; no hay conexión directa entre el beneficio patronal obtenido por el trabajador y el trabajo, pues ese beneficio se obtiene no por sus servicios, sino por la enajenación de un bien que ya es propiedad del trabajador”.

Aquella resolución jurisdiccional, con indudable acierto y a modo de colofón final, indica lo siguiente:

“No es, por tanto, lo mismo una pretensión que solicita (...) que se consideren salario las ventajas obtenidas por el trabajador en la venta de acciones que previamente adquirió ejercitando la opción concedida por la empresa y una prestación que pide que se otorgue esta consideración al

beneficio obtenido al adquirir la acción a un precio inferior al de mercado”.

No obstante ha de destacarse que el discurso de la sentencia no es ciertamente diáfano y plantea muchos interrogantes. Así, manteniéndose respetuosa con las notas de sinalagmaticidad y conmutatividad del salario, indica que la prima que paga el trabajador consiste en su trabajo, sin precisar que de esa prestación de servicios ha de imputarse al concepto de prima, pues obviamente no puede atribuirse dicho carácter a todo el trabajo prestado. En tal caso, y dado que las stock options son un complemento salarial, si el trabajo es la prima, ¿cuál es la contraprestación del trabajador para con el salario percibido? Otra cuestión que puede plantearse, dados los términos de la sentencia, es la siguiente: ¿qué ocurrirá si el trabajador ejercita las opciones aun cuando el precio de ejercicio sea superior el de mercado, si juega especulativamente al alza futura de las acciones?; ¿no existe salario o se trata de una magnitud nueva?; ¿qué ocurre con el sinalagma que aquella resolución judicial reclama?

IV. LA CUESTIÓN DEL CARÁCTER DE RETRIBUCIÓN DINERARIA O EN ESPECIE DE LAS STOCK OPTIONS

La jurisprudencia sentada en las SSTs de 24 y 25 de octubre de 2001 y 4 de febrero, 10 y 11 de abril de 2002 señala que aquellas “cantidades obtenidas de la venta o, en su caso, a las acciones obtenidas precio de venta” son salario en “metálico”⁽⁵⁹⁾, justificando semejante apreciación en el siguiente razonamiento:

“En el caso en que en el mismo día de ejercicio de la opción se proceda a la venta de las acciones sobre las que recae la opción del trabajador (...), el dinero ingresa directamente en el patrimonio del hasta entonces titular del derecho, por lo que no cabe conceptuarlo como salario «en especie». Cuando lo que ingresa en su patrimonio por esta causa son acciones de la empresa, su posibilidad de venta en bolsa de forma inmediata convierte al devengo también en salario en

⁽⁵⁹⁾ Vid., en *Estudios sobre el Salario*, Acarl, Madrid, 1993, PALOMEQUE LÓPEZ, M. C., “El concepto de salario en especie”, pp. 395-407, y SAMPEDRO GUILLAMÓN, J., “Los supuestos de salario en especie”, pp. 413-430; ROZAS VALDÉS, J.A., *Rendimientos de trabajo en especie*, Civitas, Madrid, 1994; Según IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., opus cit. (*Stock Options*), p. 106, “puede cuestionarse si dicha retribución constituye una remuneración en especie, consistente en las propias opciones o en expectativas de beneficio subyacente (sobrevalor en acciones), o si por el contrario se trata de una forma de retribución en metálico, traducida en los cobros de diferencias subyacentes, si se liquidan las opciones a diferencias, o incluso si se liquidan por entrega de acciones, consistente en la plusvalía percibida a tiempo de revenderse las acciones”.

metálico y no en especie, concepto éste que se vincula más bien con la utilización, consumo u obtención, para fines particulares, de bienes, derechos o servicios proporcionados por la empresa”.

Semejante calificación, de salario en metálico de cantidades dinerarias y de acciones, ha suscitado ⁽⁶⁰⁾ fundadas dudas, tanto porque las acciones no son dinero como porque según aquella misma doctrina legal siempre hay entrega de acciones, por más que se revendan simultáneamente.

Aquellas dudas desaparecen según el tenor de la sentencia que se comenta, pues dado el sistema de valoración en ella establecido no tiene por qué haber entrega de acciones, pudiéndose efectuar una liquidación por diferencias sin que ni siquiera conceptualmente hubiera de aludirse a entrega de acciones. En todo caso para la sentencia comentada pierde sentido la distinción entre salario en metálico y en especie, pues la entrega o presencia misma de las acciones es irrelevante a efectos de calificar y determinar el salario, al concretarse éste en un determinado valor (calculable en unidades monetarias) en un momento dado, deducible del juego de dos magnitudes (precio de ejercicio y valor en el mercado de las acciones subyacentes).

La circunstancia de que, según la doctrina jurisprudencial de las SSTs de 24 y 25 de octubre de 2001 y 4 de febrero, 10 y 11 de abril de 2002, las stock options se “realizan” (liquidan) inmediatamente, esto es al momento de ser percibidas, o se pueden “realizar” (vender) en bolsa de valores, aparentemente establece un punto de coincidencia entre esta jurisprudencia y la sentencia que se comenta.

Efectivamente llegado a este punto podría considerarse que la diferencia en la valoración de las stock options entre la doctrina legal citada y la sentencia comentada es sólo aparente, pues en la primera se alude al precio obtenido por la venta inmediata (mismo día, bien mediante liquidación por diferencias, bien descontando el precio de ejecución satisfecho), y en la segunda a la diferencia entre el precio de ejercicio y el valor en el mercado del subyacente (acciones) al momento de ejercicio del derecho opcional.

Pero si se consideran detenidamente aquella jurisprudencia y la resolución comentada pueden observarse diferencias sustanciales y no sólo meramente aparentes. Ciertamente en la doctrina jurisprudencial señalada se considera posible la venta de las acciones el mismo día del ejercicio del derecho opcional o inmediatamente, siendo la liquidación por diferencias o el producto de dichas ventas, deducido el precio de ejercicio pagado, el salario; por el contrario en la

⁽⁶⁰⁾ En ese sentido se manifiesta MOLINA NAVARRETE, C., opus cit. (“La dimensión jurídico-salarial de los employee stock options plans: La doctrina legal ¿zanja o relanza la polémica?”), pp. 48-49 y 62.

sentencia referida el salario stock options constituye una remuneración salarial que se evalúa en un montante que coincidirá necesariamente con la liquidación por diferencias, pero que podrá ser diferente, y normalmente lo será, si se enajenan las acciones tras un breve lapso de tiempo, aunque aquella venta se lleve a cabo “inmediatamente”.

¿Qué sucede si el beneficio obtenido por el trabajador por la venta de las acciones es superior al valor diferencial al que nos venimos refiriendo?, pues que según la sentencia de 1 de octubre de 2002 ese exceso no será salario sino una ganancia de carácter financiero obtenida al margen de la relación de trabajo, y según la jurisprudencia citada será salario.

V. CÓMPUTO DE LAS STOCK OPTIONS EN LA BASE DE CÁLCULO DE LAS INDEMNIZACIONES POR DESPIDO

Señala la jurisprudencia citada, y se recoge en la sentencia comentada, que las stock options:

“Serán valorables, en su caso, a efectos de cuantificar la indemnización por despido prevista en el artículo 56.1.a) del Estatuto de los Trabajadores” ⁽⁶¹⁾.

Precisándose por aquella doctrina legal que únicamente se computarán en la base de cálculo de las indemnizaciones por despido aquellas cantidades que hubiesen ingresado en el patrimonio del trabajador por haber ejercitado éste las opciones en momento anterior al despido, sin que la siguiente precisión “salvo que se acreditara que la empresa hubiese actuado en fraude de ley practicando el despido con la finalidad de impedir que el trabajador ejercitase la referida opción”, influya en aquella interpretación.

Señalado que las opciones tienen que ejercitarse, se despeja la duda de si el valor intrínseco o el valor teórico actualizado pudieran tomarse en consideración si, llegado el momento del ejercicio, no se ejercitaban las stock options, bien voluntariamente o porque no hubiera llegado el término, en los casos de despido improcedente (también en los demás supuestos señalados en la misma jurisprudencia, limitándonos a señalar el supuesto de despido calificado de improcedente porque en él siempre hay indemnización). Efectivamente, a la vista de la doctrina jurisprudencial contenida en las SSTs de 24 y 25 de octubre de 2001 y 4 de febrero, 10 y 11 de abril de 2002, en los supuestos indicados las

(61) Por el contrario en el Voto Particular de las SSTs de 24 y 25 de octubre de 2001 se afirma “que no siendo un beneficio salarial, los beneficios derivados del ejercicio de la opción de compra de acciones (...) no deben computar para las indemnizaciones que tienen como base el salario, entre ellas, la indemnización por despido improcedente”.

stock options no se computan en la base de cálculo de la indemnización correspondiente. En este aspecto la sentencia que se comenta no parece introducir modificación alguna al exigir el ejercicio para poder considerar existente tal remuneración salarial.

Quedaba pues por determinar a los efectos del cálculo de aquellas indemnizaciones qué sucedía si las stock options ejercitadas en un momento determinado, sin embargo se hubieran devengado por la prestación de servicios a lo largo de un amplio período de tiempo, bien porque se especificase así en el plan correspondiente o porque pudiera inducirse claramente de sus términos. De tal manera que si ese lapso temporal de prestación de servicios en atención al que otorgasen las stock options fuese superior al periodo de tiempo que habría que tomarse como base del cálculo de la indemnización pertinente, o no coincidiese en absoluto con él, por más que el momento de su ejercicio sí quedase dentro de aquel período, ¿se tomarían en cuenta la totalidad de las percepciones por aquel concepto, solo una parte, o en absoluto?

Esta objeción era la más grave que quedaba por resolver, sin que se pudiera colegir criterio alguno solutorio de la doctrina legal establecida en las SSTs de 24 y 25 de octubre de 2001 y 4 de febrero, 10 y 11 de abril de 2002, estando sin embargo presente en la mayoría de los casos que surgían en la vida diaria, dando lugar a una jurisprudencia de instancia contradictoria con la grave secuela de inseguridad jurídica inherente. Efectivamente los planes empresariales de stock options a favor de los trabajadores persiguen, principalmente, cuando no tienen esa finalidad exclusiva, la fidelización o vinculación a la empresa de aquellos durante un período más o menos largo de tiempo, no siendo infrecuente que se encadenen sucesivamente, esto es un plan tras otro por períodos sucesivos de fidelización a la empresa, pudiéndose sobreponer los períodos de ejercicio, con lo que el interrogante formulado en el apartado anterior mantenía toda su virtualidad.

Esto es, ejercitadas por el trabajador las stock options, por ejemplo al cuarto año por establecerlo así el plan correspondiente, si al cabo de dos o tres meses se procediese a despedirlo y tal despido fuera reconocido o declarado improcedente ¿qué cuantía, sin cuestionar sobre el método de valoración utilizado, se computaría en la base de cálculo de la indemnización, la totalidad de las stock options, la cuarta parte, una parte inferior, cuál?

En una perspectiva tradicional del salario el tema resultaría difícilmente soluble al calificarse las stock options como derechos a término, que no sometidos a condición. Pero si tomamos en consideración que se trata de una retribución salarial propia de la economía actual en la que priman los elementos financieros sobre los productivos, en la que aquellas notas que se atribuían característicamente al salario se han flexibilizado y matizado extraordinariamente, la cuestión sí parece tener solución.

Los planes de stock options se establecen por los empresarios de acuerdo, en su caso, con los trabajadores, con el propósito generalmente principal de fidelizar a aquellos trabajadores a quienes van dirigidos, procurando normalmente el aumento del “valor de la empresa” vía, en su caso, incremento de la productividad y el ahorro de costes, sin perjuicio de que puedan perseguir objetivos más concretos ⁽⁶²⁾. Al empresario en cuanto que las stock options son salario corresponde ponderar sus ventajas e inconvenientes al establecerlos, pues aun cuando también corresponde a los trabajadores aceptarlos o rechazarlos, para éstos últimos basta con no suscribirlos, mientras que el empresario, establecido el plan, asume una posición jurídica que le impide desligarse, sin más, del plan propuesto ⁽⁶³⁾.

La sentencia objeto de comentario contribuye decisivamente a la solución de la problemática expuesta, pues de ella se deduce con claridad que han de integrarse en la base de cálculo de las indemnizaciones por despido las utilidades (medidas en unidades monetarias) obtenidas por el beneficiario y consistentes en la diferencia entre el precio de ejercicio y el valor de la acción en el mercado, logradas en el momento en que se ejercitan las stock options, teniendo éstas que ser realmente ejercitadas y el período de ejercicio situarse dentro de los doce meses anteriores al despido o en el período de tiempo inferior que hubiera de computarse en su caso, sin consideración al período de trabajo al que en su caso pudieran pretender imputarse.

Matizadas las notas de sinalagmaticidad y conmutatividad atribuidas al salario, resulta que para el cálculo de la indemnización por despido lo único relevante es el momento de ejercicio de las stock options, que ha de acontecer en el período de referencia para el cálculo de la base de la indemnización pertinente, pues en ese momento es cuando aquel valor diferencial habrá ingresado en el patrimonio del trabajador, sin que existan términos hábiles para imputarlo a un período diferente en el tiempo.

VI. CONCLUSIÓN

La sentencia objeto del presente comentario (de 1 de octubre de 2002, de la Sala Cuarta del Tribunal Supremo) debe ser objeto de una valoración positiva

⁽⁶²⁾ Sobre las finalidades de los planes de stock options dirigidos a los trabajadores nos remitimos a TAPIA HERMIDA, A. y TAPIA FRADE, A.D., “Stock options (opciones sobre acciones) y planes de stock options dirigidos a los trabajadores (employees stock options plans-ESOPs)”, citado.

⁽⁶³⁾ TAPIA HERMIDA, A. y TAPIA FRADE, A.D., op. cit. [“Stock options (opciones sobre acciones) y planes de stock options dirigidos a los trabajadores (employee stock options plans-ESOPs)”, pp. 81 y ss.

por cuanto coadyuva con la jurisprudencia existente a precisar cómo deban considerarse las stock options a la hora de determinar la base para el cálculo de la indemnización por despido, en su caso pertinente.

Pero no puede obviarse que introduce un factor de discrepancia en una pacífica doctrina legal sobre el valor de las stock options, lo cual en principio merecería una consideración negativa; no obstante en este caso la ruptura abrupta de la doctrina legal merece otro juicio que ha de ser muy favorable, porque arrumba un sistema valorativo poco claro y falto de equidad, sostenido con empecinamiento por la jurisprudencia sentada en las sentencias de la Sala Cuarta del Tribunal Supremo de 24 y 25 de octubre de 2001 y 4 de febrero, 10 y 11 de abril de 2002.

Ciertamente es más razonable el modo de cuantificación del salario stock options que efectúa la sentencia objeto del presente comentario de la que otrora hiciera la jurisprudencia, con el valor añadido de esta sentencia representado por la absoluta seguridad que proporciona su método, sin demérito alguno para la justicia.

LAS CLÁUSULAS ABUSIVAS EN LAS CONDICIONES GENERALES DE LOS CONTRATOS RELACIONADAS CON LA CARGA DE LA PRUEBA

[Comentario a la Sentencia número 166, de 13 de mayo de 2002, de la Sección Primera de la Audiencia Provincial de Ciudad Real]⁽¹⁾

Ponente: Ilma. Sra. D.^a Soledad Serrano Navarro

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

La sentencia pertenece a un recurso de apelación interpuesto por D.^a Santiago L.B., en calidad de apelante contra Finanzia Banco de Crédito, S.A., en calidad de apelada. Este recurso tiene su origen en un juicio de

cognición anterior a esta alzada seguido en el Juzgado de Primera Instancia de Puertollano-2 en el que la ahora apelante resultó demandada.

El Juzgado de Primera Instancia n.º 2 de Puertollano dictó sentencia, de fecha 31 de julio de 2001, en los autos cuya parte dispositiva estimaba íntegramente la demanda

(1) V. Repertorio Aranzadi, AC 2002\1557.

formulada por Finanzia Banco de Crédito S.A. contra D.^a Santiago L.B., y declaraba que la demandada adeudaba a la demandante la suma de 163.167 ptas. condenando a la actora a abonar esa cantidad en concepto de principal más los intereses moratorios al 2,1% desde el 20 de noviembre de 2000 hasta su completo pago, así como las costas procesales.

FUNDAMENTOS DE DERECHO

Primero.—Ejercitada en la primera instancia por la representación procesal de la entidad Finanzia Banco de Crédito S.A. una acción de reclamación de cantidad derivada de responsabilidad contractual fue estimada por medio de sentencia de fecha 31 de julio de 2001, alzándose contra la misma la representación legal de Doña Santiago L.B., solicitando su revocación por entender que la misma no se encuentra ajustada a derecho resultando lesiva para los intereses de su representada.

Segundo.—Hemos de partir para resolver el presente recurso de los siguientes extremos acreditados: 1.^o) La recurrente, solicitó en el establecimiento comercial Eroski, la Tarjeta Consumer, rellenando para ello la solicitud que dicho establecimiento le facilitó; 2.^o) Con dicha tarjeta la Sra. L.B. podía realizar compras y obtener servicios en los establecimientos del Grupo comercial Eroski, los cuales admiten la tarjeta expedida como medio de pago, que debe ser presentada al realizar las compras y como medio de conformidad con la operación realizada, firmar la factura de compra efectuada, quedándose el establecimiento comercial con el original y entregándose al comprador la copia de la misma. 3.^o) La entidad Finanzia Banco de Crédito S.A., emisor de la tarjeta Consumer, presentó la demanda rectora del presente procedimiento, reclamando a la demandada-recurrente, la cantidad de 163.167 pts (2.783,69 euros), de principal más intereses, más los intereses moratorios, comisiones y gastos. Tal reclamación

la efectúa con causa a la deuda que aquella tiene con la entidad tras no haber abonado diversas compras realizadas en las fechas que se reseña en el escrito de la demanda. 4.^o) La demandada y apelante en esta alzada niega haber realizado compras con la tarjeta y en consecuencia deber cantidad alguna. 5.^o) Con fecha 31 de julio de 2001, se dicta sentencia estimando la demanda origen de la presente litis y condenando a la demandada al abono de las cantidades reclamadas en la misma.

Tercero.—Mantiene la sentencia de la primera instancia que existe prueba del crédito objeto de reclamación a tenor de lo dispuesto en la cláusula octava de las condiciones generales obrantes en el impreso de solitud de la Tarjeta Consumer, entendiéndose que la misma cumple con las exigencias previstas en el art. 10 de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios y en la Ley de Condiciones Generales de Contratación. Esta Sala no comparte la tesis mantenida por la Juzgadora *a quo* y ello porque entiende que en modo alguno se ajusta la citada cláusula del condicionado general de la solicitud de la tarjeta a las leyes citadas. Ni tampoco ha quedado acreditado que la recurrente adeude la cantidad reclamada y ello porque para mantener el débito, ha traído al presente procedimiento, además de la solicitud de la tarjeta, extremo reconocido por la demandada-apelante, una liquidación emitida por la entidad financiera, que es rechazada por la demandada. Tal documentación, sin estar apoyada por otros medios de prueba que fácilmente podría haber aportado la actora, como son, de un lado, las facturas que se firman en el momento de realizarse las compras cuyo original queda en poder del establecimiento Eroski, y la copia del consumidor, factura que es cargada en la cuenta corriente contra la cual está emitida la tarjeta, y de otro, mediante la aportación de certificación bancaria de la cuenta en la cual quedarían reflejadas las cantidades que se reclaman, pues no debe olvidarse que la tarjeta es un instrumento de pago. De otro

lado es de señalar que las condiciones generales contenidas en el impreso de solicitud de la tarjeta, no se encuentran ajustadas ni a lo dispuesto en el art. 10 de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios ni a lo dispuesto en la Ley General de Contratación, y ello porque tales cláusulas deben ser declaradas nulas por abusivas dado que suponen la adhesión irrenunciable a las mismas sin que el consumidor haya podido a tiempo conocer su trascendencia real en el momento de firmar el contrato, debiendo entender que si en la condición octava del contrato de utilización de la Tarjeta Consumer se establece que será prueba suficiente la certificación emitida por la entidad financiera y que dicho saldo tendrá consideración de cantidad líquida y exigible, a los efectos del pago, y plena eficacia en el juicio, se está subvirtiendo el principio general sobre la carga de la prueba que recoge el art. 1214 del C. Civil. Porque al otorgar a la entidad de crédito la facultad indiscriminada y sin garantías adicionales de acreditar en el juicio la deuda y su cuantía, pues el hecho polémico sometido a controversia puede quedar fijado en el procedimiento por decisión documentalmente consignada a través de datos específicos de la entidad demandante con la consecuencia de invertir en perjuicio de la otra parte el *onus probandi* de difícil, cuando no imposible cumplimiento para ella, y por ello, la citada cláusula o condición octava debe tenerse por no puesta.

Nos encontramos ante un contrato de los que la Ley 7/1998, de 13 de abril, incluye dentro de los contratos de adhesión, al entender que las condiciones generales de contratación son cláusulas predispuestas cuya incorporación al contrato es impuesta por una de las partes, en este caso, la entidad

Banco Finanzia de Crédito, y por lo tanto, cláusulas o condiciones a las que son de aplicación, de acuerdo con lo establecido en la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre Condiciones Generales de Contratación, los arts. 10 y 10 bis de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, en la que se entiende por cláusula abusiva “todas aquellas estipulaciones no negociadas individualmente que en contra de la buena fe causen un perjuicio del consumidor, un desequilibrio importante de los derechos y obligaciones de las partes que se deriven del contrato”. En la Disposición Adicional Primera de la misma Ley, incluye expresamente entre las cláusulas abusivas, en su apartado decimonoveno, aquellas en las que la imposición de la carga de la prueba en perjuicio del consumidor en los casos en los que deberá corresponder a la otra parte contratante”. Tal disposición debe ser puesta en relación con el art. 8 de la Ley sobre Condiciones Generales de Contratación que establece que “serán nulas de pleno derecho las condiciones generales que contradigan en perjuicio del adherente lo dispuesto en esta ley”.

Por todo ello, esta Sala entiende que es la actora quien debe presentar prueba fehaciente y no una simple liquidación de cuenta emitida unilateralmente por la misma, de la supuesta deuda contraída por la demandada Sra. L. con ella, y al no haber sido así, la sentencia de la primera instancia debe ser revocada, estimando el recurso de apelación interpuesto.

Cuarto.—La entidad Finanzia Banco de Crédito abonará las costas causadas en la primera instancia y no se hará expresa imposición de las causadas en esta alzada.

COMENTARIO

SUMARIO

- I. LEYES DE ENJUICIAMIENTO CIVIL QUE RESULTAN DE APLICACIÓN.
 - II. EL INCUMPLIMIENTO POR LA CONDICIÓN GENERAL OCTAVA DE LA TARJETA CONSUMER DE LAS EXIGENCIAS DE LOS ARTÍCULOS 10 Y 10 BIS DE LA LEY GENERAL PARA LA DEFENSA DE LOS CONSUMIDORES Y USUARIOS Y DE LA LEY DE CONDICIONES GENERALES DE LA CONTRATACIÓN.
 - III. LA CARGA DE LA PRUEBA.
 - IV. CONSIDERACIONES FINALES.
-

I. LEYES DE ENJUICIAMIENTO CIVIL QUE RESULTAN DE APLICACIÓN

En primer lugar vamos a referirnos a la Ley de Enjuiciamiento Civil que se ha aplicado tanto en primera como en segunda instancia. En el Razonamiento Jurídico Primero se nos dice que se ha ejercitado en la primera instancia una acción de reclamación de cantidad derivada de responsabilidad contractual. Esta demanda de primera instancia se presentó en los primeros días de enero de 2001 a juzgar por el proceso que se menciona en el encabezamiento de la sentencia de apelación; se trata de autos de cognición y el número de los mismos es el 3/01. Se ha aplicado por tanto la anterior Ley de Enjuiciamiento Civil (la de 1881) a tenor de la entrada en vigor de la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil (la actual, del año 2000), que se produjo el día 8 de enero de 2001, y de la Disposición transitoria segunda, que ordena que los procesos de declaración que se encuentren en primera instancia al tiempo de la entrada en vigor de la ley se sustancien, hasta que recaiga sentencia en dicha instancia, conforme a la ley procesal anterior; a la apelación, resultan ya aplicables las disposiciones de la nueva ley.

II. EL INCUMPLIMIENTO POR LA CONDICIÓN GENERAL OCTAVA DE LA TARJETA CONSUMER DE LAS EXIGENCIAS DE LOS ARTÍCULOS 10 Y 10 BIS DE LA LEY GENERAL PARA LA DEFENSA DE LOS CONSUMIDORES Y USUARIOS Y DE LA LEY DE CONDICIONES GENERALES DE LA CONTRATACIÓN

En segundo lugar, intentemos determinar por qué la cláusula octava de las condiciones generales obrantes en el impreso de solicitud de la Tarjeta Consumer no cumple con las exigencias previstas en los arts. 10 y 10 bis de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios y en la Ley de Condiciones Generales de la Contratación.

Según la sentencia de primera instancia, la Tarjeta sí cumple con dichas exigencias; según la Sala ante la que se recurre esa sentencia, en modo alguno se ajusta la citada cláusula del condicionado general a las leyes mencionadas.

La cláusula octava de la Tarjeta Consumer dice lo siguiente:

“En caso de demora en el pago de algún recibo, se devengará desde la fecha de vencimiento, un interés nominal del 2,1% mensual (TAE 28,32%) sobre la cantidad adeudada y una comisión de devolución del 3% con un mínimo de 500 pts./3,01 € para recibos de importe hasta 5.000 pts./30,05 €, 1.000 pts./6,01€ para recibos de importe hasta 15.000 pts./90,15 € y 1.500 pts./9,015 € para recibos de importe superior.

Será prueba suficiente de la cantidad reclamada, certificación expedida por el Banco del saldo deudor de la Cuenta de la Tarjeta, teniendo dicho saldo la consideración de cantidad líquida y exigible a los efectos de pago, reconociéndole por anticipado el Titular-deudor plena eficacia en juicio. Todos los gastos, tasas y costos del procedimiento serán a cargo del demandado, incluso los honorarios de abogado y procurador”⁽²⁾.

Pues bien, veamos, en primer lugar si esa cláusula se ajusta a lo dispuesto en los arts. 10 y 10 bis de la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios.

El art. 10 de esta ley dispone que “las cláusulas, condiciones o estipulaciones que se apliquen a la oferta o promoción de productos o servicios, y las cláusulas no negociadas individualmente relativas a tales productos o servicios, incluidos los que faciliten las Administraciones públicas y las entidades y empresas de ellas dependientes, deberán cumplir los siguientes requisitos:

(2) La negrita del párrafo la hemos puesto para resaltar lo más interesante de la cláusula.

- a) Concreción, claridad y sencillez en la redacción, con posibilidad de comprensión directa, sin reenvíos a textos o documentos que no faciliten previa o simultáneamente a la conclusión del contrato, y a los que, en todo caso, deberán hacerse referencia expresa en el documento contractual.
- b) Entrega, salvo renuncia expresa del interesado, de recibo justificante, copia o documento acreditativo de la operación, o en su caso, de presupuesto debidamente explicado.
- c) Buena fe y justo equilibrio entre los derechos y obligaciones de las partes, lo que en todo caso excluye la utilización de cláusulas abusivas.

2. En caso de duda sobre el sentido de una cláusula prevalecerá la interpretación más favorable para el consumidor.

3. Si las cláusulas tienen el sentido de condiciones generales, conforme a la Ley sobre Condiciones Generales de la Contratación, quedarán también sometidas a las prescripciones de ésta (...).

La Directiva de la Comunidad Económica Europea núm. 93/13, de 5 de abril (DOCE de 21 de abril de 1993), sobre cláusulas abusivas en los contratos celebrados con los consumidores, afecta a los contratos suscritos entre el emisor y el titular de tarjetas bancarias. Según la Directiva, los Estados miembros han de velar para que existan medios adecuados para el cese de las cláusulas abusivas; en el art. 3.º de la Directiva se definen las cláusulas abusivas, como las no negociadas individualmente y que pese a las exigencias de la buena fe causen, en detrimento del consumidor, un desequilibrio importante entre los derechos y obligaciones de las partes. Señala FERNÁNDEZ LÓPEZ⁽³⁾ que para dar cumplimiento a la Directiva, también deberán desaparecer, de los contratos firmados por emisores y titulares de tarjetas, diversas cláusulas que tratan de exonerar de responsabilidades a los emisores o posibiliten su resolución unilateral por estos. En el art. 6.1 de la Directiva se dice:

“...los Estados miembros establecerán que no vincularán al consumidor, en las condiciones estipuladas por sus derechos nacionales, las cláusulas abusivas que figuren en un contrato celebrado entre éste y un profesional y dispondrán que el contrato siga siendo obligatorio para las partes en los mismos términos, si éste puede subsistir sin las cláusulas abusivas”.

(3) FERNÁNDEZ LÓPEZ, J. M., “Tarjetas bancarias”, en *Cuadernos de Derecho Judicial: Contratos Bancarios y Financieros*, Consejo General del Poder Judicial, Madrid, 1993, p. 209.

El art. 10 bis de la LGDCyU se refiere a las cláusulas abusivas:

“1. Se considerarán cláusulas abusivas todas aquellas **estipulaciones no negociadas individualmente que en contra de las exigencias de la buena fe causen, en perjuicio del consumidor, un desequilibrio importante de los derechos y obligaciones de las partes que se deriven del contrato.** En todo caso se considerarán cláusulas abusivas los supuestos de estipulaciones que se relacionan en la disposición adicional de la presente Ley.

El hecho de que ciertos elementos de una cláusula o que una cláusula aislada se hayan negociado individualmente no excluirá la aplicación de este artículo al resto del contrato (...).

El carácter abusivo de una cláusula se apreciará teniendo en cuenta la naturaleza de los bienes o servicios objeto del contrato y considerando todas las circunstancias concurrentes en el momento de su celebración, así como todas las demás cláusulas del contrato o de otro del que éste dependa.

2. **Serán nulas de pleno derecho y se tendrán por no puestas las cláusulas, condiciones y estipulaciones en las que se aprecie el carácter abusivo.** La parte del contrato afectada por la nulidad se integrará con arreglo a lo dispuesto por el artículo 1258 del Código Civil. A estos efectos, el Juez que declare la nulidad de dichas cláusulas integrará el contrato y dispondrá de facultades moderadoras respecto de los derechos de las partes, cuando subsista el contrato, y de las consecuencias de su ineficacia en caso de perjuicio apreciable para el consumidor o usuario. Sólo cuando las cláusulas subsistentes determinen una situación no equitativa en la posición de las partes que no pueda ser subsanada podrá declarar la ineficacia del contrato.

3. Las normas de protección de los consumidores frente a las cláusulas abusivas serán aplicables, cualquiera que sea la Ley que las partes hayan elegido para regir el contrato, en los términos previstos en el artículo 5.º del Convenio de Roma de 1980, sobre la Ley aplicable a las obligaciones contractuales”.

De todo lo anteriormente expuesto se desprende lo siguiente: está claro que el tipo de cláusulas contenidas en la Tarjeta Consumer, que hacen un total de veinte (y de las que hemos reproducido la octava), se ajusta a lo que son condiciones generales a las que resulta de aplicación la Ley sobre Condiciones Generales de la Contratación, quedando sometidas a las prescripciones de ésta según dispone el art. 10.3 de la LGDCyU. Está claro también que estamos ante una cláusula abusiva que no ha sido negociada individualmente y que, en contra de la buena fe, causa un perjuicio al consumidor, un desequilibrio importante de los derechos y obligaciones de las partes que se derivan del contrato.

El art. 10 bis de la LGDCyU, antes mencionado, contiene el concepto genérico y el tratamiento jurídico que se ha de dar a las cláusulas abusivas, y es en la Disposición Adicional Primera de la LGDCyU donde se relaciona la

tipología de las mismas. En su apartado decimonoveno se indica que será cláusula abusiva “la imposición de la carga de la prueba en perjuicio del consumidor en los casos en que debería corresponder a la otra parte contratante”.

Según la sentencia de la Audiencia Provincial las cláusulas de la Tarjeta deben ser declaradas nulas por abusivas dado que suponen la adhesión irrenunciable a las mismas sin que el consumidor haya podido a tiempo conocer su trascendencia real en el momento de firmar el contrato, debiendo entender que si en la condición octava del contrato de utilización de la Tarjeta Consumer se establece que será prueba suficiente la certificación emitida por la entidad financiera y que dicho saldo tendrá consideración de cantidad líquida y exigible, a los efectos del pago, y plena eficacia en el juicio, se está subvirtiendo el principio general sobre la carga de la prueba que recoge el art. 1214 del C. Civil, porque al otorgar a la entidad de crédito la facultad indiscriminada y sin garantías adicionales de acreditar en el juicio la deuda y su cuantía (pues el hecho polémico sometido a controversia puede quedar fijado en el procedimiento por decisión documentalmente consignada a través de datos específicos de la entidad demandante) se está invirtiendo, en perjuicio de la otra parte, el *onus probandi*, de difícil cuando no imposible cumplimiento para ella, y por esto la citada cláusula o condición octava debe tenerse por no puesta, que es lo que se nos dice al inicio del número 2 del art. 10 bis de la LGDCyU.

Analícemos, en segundo lugar, si la mencionada cláusula octava se ajusta a lo dispuesto en la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre Condiciones Generales de la Contratación.

El art. 8 de esta ley determina que van a ser nulas de pleno derecho las condiciones generales que contradigan en perjuicio del adherente lo dispuesto en esta Ley o en cualquier otra norma imperativa o prohibitiva, salvo que en ellas se establezca un efecto distinto para el caso de contravención. El número dos de este artículo dispone que serán nulas las condiciones generales que sean abusivas, cuando el contrato se haya celebrado con un consumidor, entendiéndose por tales en todo caso las definidas en el artículo 10 bis y disposición adicional primera de la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios.

En la LGDCyU, que traslada al derecho interno español la Directiva de la Comunidad Económica Europea núm. 93/13, se recoge en su exposición de motivos que “la protección de la igualdad de los contratantes es presupuesto necesario de la justicia de los contenidos contractuales y constituye uno de los imperativos de la política jurídica en el ámbito de la actividad económica”.

La sentencia que analizamos manifiesta que estamos ante un contrato de los que la Ley 7/1998, de 13 de abril, incluye dentro de los contratos de adhesión, al entender que las condiciones generales de contratación son cláusulas predispuestas cuya incorporación al contrato es impuesta por una de las partes,

en este caso, la entidad Banco Finanzia de Crédito, y por lo tanto, cláusulas o condiciones a las que son de aplicación, de acuerdo con lo establecido en esta Ley 7/1998 de 13 de abril, los arts. 10 y 10 bis de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios. Por otra parte, hay que decir que no todas las cláusulas de los contratos de adhesión, que han sido redactadas previamente y en las que no ha podido influir el consumidor sobre su contenido, son abusivas, sino que solamente lo son aquellas que atentan a la igualdad de los contratantes, como ocurre en el caso de la condición octava de la Tarjeta, a la que nos venimos refiriendo.

III. LA CARGA DE LA PRUEBA

Se dice en el Fundamento Jurídico Tercero de la Sentencia de apelación que se está subvirtiendo el principio general sobre la carga de la prueba que recoge el art. 1214 del C. Civil. El art. 1214 del C. Civil (derogado por el n.º 2.1.º de la Disposición Derogatoria Única de la Ley de Enjuiciamiento Civil de 2000) declaraba que la prueba de las obligaciones incumbía al que reclamara su cumplimiento y la de su extinción al que la opusiera. Actualmente, esta materia de prueba se recoge en el art. 217 de la Ley de Enjuiciamiento Civil. Las reglas legales sobre la carga de la prueba vienen a indicar, como manifiesta LÓPEZ SIMÓ⁽⁴⁾, por un lado, cómo se distribuye entre las partes esa carga (carga de la prueba en sentido formal) y, por otro, cuál de las partes ha de soportar los perjuicios derivados de la falta de acreditación de un hecho relevante para la decisión del pleito (carga en sentido material). Con relación a la carga en sentido material, explica DE LA OLIVA SANTOS⁽⁵⁾ que es la que nos permite entender realmente el tema que nos ocupa; cabe formular, de forma razonable, reglas de distribución de la carga de probar porque la prohibición del *non liquet*, de abstenerse de dictar sentencia, no rige sólo para casos en que el derecho no aparece claro, sino también para cuando son hechos relevantes los que, tras la prueba, permanecen en el ámbito de la duda. Es necesario, por consiguiente, determinar a quién perjudicará el carácter finalmente dudoso de un hecho relevante o, dicho de otro modo, quién debe soportar el fracaso de la prueba de un hecho. Mediante la determinación de a quién es razonable que perjudique, al final del proceso, a la hora de dictar sentencia, la falta de certeza sobre un hecho (carga de la prueba en sentido material), se determina a quién le corresponde probarlo.

(4) LÓPEZ SIMÓ, F., *Disposiciones Generales sobre la Prueba*, La Ley, Madrid, 2001, pp. 144 y ss.

(5) DE LA OLIVA SANTOS, A., *Derecho Procesal Civil: El Proceso de Declaración* (con DÍEZ-PICAZO JIMÉNEZ, I.), Cersa, Madrid, 2001, p. 300.

Sostienen GUASP y ARAGONESES ⁽⁶⁾ que en cada litigio es necesario saber cuál de las partes litigantes adversarias soporta un resultado desfavorable para su propia causa por el hecho de que se produzca la omisión de una prueba. Es necesario fijarse en la situación relativa del sujeto y el tema probatorio, es decir, en la posición que el dato a probar ocupa respecto a las partes sobre las que la carga de la prueba pesa en concreto. Cada una de las partes tiene la carga no sólo de alegar los datos que le interesen, sino de probarlos, determinándose su interés por el hecho de que el dato en cuestión funcione como supuesto de hecho de una norma cuya aplicación le interesa, lo que equivale en definitiva a decir que cada parte soporta la carga de probar los datos que constituyen el supuesto de hecho de las normas que le son favorables; se puede afirmar que al actor corresponde normalmente la carga de la prueba del fundamento de su pretensión procesal y que el demandado, en cuanto a su posición, está exento de prueba por lo que se refiere a la mera negación, pero soporta el riesgo correspondiente, en lo que afecta a la excepción estricta, en todas sus clases, tanto a la contradicción como a la objeción.

Para el Tribunal Supremo, el concepto de carga de la prueba prevé en quién recaen las consecuencias de la falta de prueba de hechos base de las pretensiones alegadas, no ordena quién debe probar y qué debe probar, sino que la parte sufre las consecuencias de la falta de prueba de los hechos que constituyen el fundamento de su pretensión, y, como recuerda O'CALLAGHAN MUÑOZ, es conocida la frase de la doctrina alemana “el problema de la carga de la prueba es el problema de la falta de la prueba” ⁽⁷⁾. Para la STS de la Sala Primera núm. 1.162 de 31 de diciembre de 1999, el Ordenamiento ofrece un instrumento lógico al juzgador para indicarle, en los casos de incerteza fáctica, si la sentencia ha de ser absolutoria o condenatoria, que es la denominada “regla de juicio” en la ciencia del derecho, y que, en el proceso civil, se encuentra en este artículo 1.214, de manera que lo determinante para la aplicación de esta pauta legal es la presencia de la duda después de que se haya desarrollado, al menos, una mínima labor probatoria en el litigio, sin que, de otro lado, dicho mecanismo esté al alcance de la voluntad de las partes, que no impedirán su utilización en los supuestos de hecho incierto, ni tienen resortes para modificar su estructura y sentido.

El art. 1214 sólo debe entrar en juego, por lo tanto, cuando sobre la afirmación de un hecho no exista prueba alguna o cuando la existente sea insuficiente para llegar a una convicción. “Sólo si el Juez atraviesa la etapa valorativa sin

⁽⁶⁾ GUASP, J., *Derecho Procesal Civil I*, Civitas, edición a cargo de ARAGONESES, P., Madrid, 2002, pp. 348 y ss.

⁽⁷⁾ STS —Sala Primera— número 1.000, de 4 de noviembre de 1998 (RJ 1998/8364).

poder fijar los elementos fácticos, el precepto regulador de la carga de la prueba puede darle lo que la valoración de la prueba le negó, con lo que facilita al órgano jurisdiccional un medio idóneo para poder emitir un pronunciamiento de fondo y posibilitar cumplir el deber de, en todo caso, pronunciar una sentencia, incluso en las situaciones de duda” (8). Por lo tanto, es un precepto que se ha de aplicar en los supuestos de inexistencia de pruebas, pues de existir éstas el órgano jurisdiccional debe valorar y tomar en consideración cuantos datos obren acreditados en los autos, con independencia de quien los haya llevado al proceso (9).

Afirma FERNÁNDEZ LÓPEZ (10) que el triunfo de una demanda está supeditado a que el actor alegue y pruebe los hechos que fundan su derecho a la tutela que solicita. Estos hechos son, principalmente, los que constituyen el derecho material que alega como causa de pedir, más los que fundan las demás condiciones de la acción (como son el interés o la legitimación); a estos hechos se les denomina hechos constitutivos (de la acción). Como señala expresivamente el Tribunal Supremo en Sentencia de 7 de febrero de 1981 (11), “corresponde la carga de la prueba, en el sentido de pechar con las consecuencias de su falta, al litigante que anuncia el hecho y al que conviene, en su interés, aportar los datos normalmente constitutivos del supuesto de hecho que fundamenta el derecho que postula, y lógicamente, por lo mismo, corresponderá la prueba al oponente o a la parte que contradiga aquel hecho si esta contradicción presupone introducir un hecho distinto, ora totalmente opuesto por negador del contrario, bien limitativo o restrictivo del mismo, es decir, siempre que no se limite a la mera negación de los hechos opuestos”.

El Tribunal Supremo manifiesta que “se llega a establecer como principio a seguir para precisar a quién debe corresponder la facultad de demostrar el fundamento esgrimido, que la obligación de probar los hechos normalmente constitutivos de su pretensión corresponde al actor, y por el contrario es atribución del demandado la de los impeditivos o extintivos de la relación jurídica en discusión, sin perjuicio siempre del examen aislado de cada caso, a los fines de analizar los factores que se ofrecen para deducir por ellos cuál es el hecho que origina la constitución del derecho que se pide, o la extinción que la origina,

(8) Sentencia del Tribunal Superior de Justicia de la Comunidad Valenciana n.º 3, de 11 de mayo de 1998 (RJ 1998/5218).

(9) Véanse las SSTs de la Sala Primera de 23 de marzo de 1993 (RJ 1993/2545), 12 de noviembre de 1993 (RJ 1993/8766) y 14 de diciembre de 1993 (RJ 1993/9880).

(10) FERNÁNDEZ LÓPEZ, M.A., *Derecho Procesal Civil*, II (con DE LA OLIVA SANTOS, A.), Cersa, Madrid, 1992, p. 84.

(11) Sala Primera, RJ 1981/385.

llevándolo a declarar en otras que cuando el demandado no se limita a negar los hechos de la demanda y opone otros que sirven para desvirtuarlos o impedirlos o extinguirlos, queda, en cuanto a éstos, gravado con la demostración de aquellos que constituyen la base de su oposición” (12).

Considera VALLESPÍN PÉREZ (13) que este artículo 1.214 nos ofrece simplemente el criterio general y abstracto de repartición de la carga de la prueba, de forma que los resultados que se derivan de su aplicación no son siempre del todo convincentes. De una parte, porque sólo se refiere a los hechos constitutivos y extintivos, y olvida la prueba de los hechos impositivos y excluyentes; de otra parte, porque no ofrece la respuesta al interrogante de quién y cómo debe probar un hecho negativo. No obstante, estamos de acuerdo con CABEZUDO RODRÍGUEZ (14) cuando expone que el valor de esta clasificación de los hechos es meramente terminológica porque el carácter constitutivo, impositivo, extintivo o excluyente de un hecho vendrá determinado no por su esencia sino por la asignación de su acreditamiento, según se atribuya al demandante o al demandado; no existen hechos constitutivos, impositivos o excluyentes, sino que son tales según la posición que ocupa quien tiene la carga de su afirmación y prueba; de ahí, sostiene, el carácter relativo de la naturaleza constitutiva, impositiva, extintiva o excluyente, como se corresponde con que tal categorización de los hechos tenga una trascendencia meramente procesal y, por lo tanto, venga condicionada por el carácter dinámico del proceso en que se manifiestan.

Hay numerosas sentencias (15) que se refieren a la correcta interpretación de la doctrina legal sobre la carga de la prueba “según criterios flexibles y no tasados, que se deben adoptar en cada caso, según la naturaleza de los hechos afirmados o negados y la disponibilidad o facilidad para probar que tenga cada parte”. Aquí se añade el criterio de la flexibilidad al art. 1.214 del C. Civil.

Con la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil, este criterio se encuentra expresamente recogido en el artículo que se refiere a la carga de la prueba, el 217 (recordemos que lo que se ha venido regulando en el art. 1.214 del Código Civil al que se hacía referencia se regula actualmente en el art. 217 de la actual Ley de Enjuiciamiento Civil; básicamente, el art. 1.214 del CC aparece contenido en los números 2 y 3 del art. 217 de la LEC). Ahora bien, insiste VALLESPÍN

(12) En sentencia de 20 de febrero de 1960 (RJA 1960/922).

(13) VALLESPÍN PÉREZ, D., “Análisis de los aspectos problemáticos de la carga de la prueba en el proceso civil español”, *Justicia*, n.º 2, 1999, pp. 299 y 300.

(14) CABEZUDO RODRÍGUEZ, N., “La regla de juicio de la carga de la prueba y su inversión en el proceso civil”, *Poder Judicial*, n.º 52, 1998, p. 258.

(15) Sólo a modo de ejemplo, pueden verse las SSTS —Sala Primera— de 18 de mayo de 1988 (RJA 1988/4314) y 8 de marzo de 1996 (RJA 1996/1936).

PÉREZ⁽¹⁶⁾ en que este criterio de la facilidad probatoria no supone arrinconar el criterio clásico, sino que debe entenderse como complementario al derivado de la división cuatupartita de los hechos en constitutivos, impeditivos, extintivos y excluyentes, y únicamente para resolver los casos en que dichas reglas objetivas sean inaplicables y conduzcan a resultados manifiestamente injustos.

Al criterio de la flexibilidad o disponibilidad se añaden otros. Según el Tribunal Supremo, el art. 1214 impone al demandante la carga de probar los hechos constitutivos de su pretensión y al demandado la de los hechos impeditivos, extintivos y excluyentes de la relación jurídica discutida; pero esa norma, para el Tribunal Supremo, no es de naturaleza sustantiva sino un precepto de naturaleza procesal que tanto la doctrina como la jurisprudencia del Tribunal Supremo viene flexibilizando en atención a la disponibilidad, facilidad o dificultad que cada parte tenga respecto de la prueba de los hechos controvertidos y, especialmente, en consideración a la proximidad de las partes a las fuentes de prueba⁽¹⁷⁾. Múltiples sentencias de Juzgados y Audiencias han asumido plenamente esta tendencia jurisprudencial del Tribunal Supremo al ir aportando esos criterios de flexibilidad y disponibilidad a la aplicación del art. 1.214 del Código Civil. Paradigmáticamente, recogemos algunas líneas de la Sentencia de la Audiencia Provincial de Ciudad Real (Sección 2.ª) núm. 46, de 26 de febrero de 1998: “la regla general de la distribución de la carga de la prueba, según la cual, incumbe al actor la de los hechos de la demanda, y al demandado los de la oposición, no puede ser fijada, sino haciendo referencia a una concreta y determinada pretensión, utilizando como señala la STS de 18 de mayo de 1988 (RJ 1988/4314), criterios flexibles y no tasados, que se deben de adoptar a cada caso concreto según la naturaleza de los hechos afirmados o negados, y la disponibilidad o facilidad para probar que tenga cada parte, debiéndose por lo tanto, evitar posiciones maximalistas que pueden dar lugar a exigir a cualquiera de los litigantes un esfuerzo probatorio irrazonable o desproporcionado, imponiéndoseles más esfuerzo que el correspondiente a la diligencia que razonablemente puede serle exigida en cada caso. Se trata de aplicar lo que puede llamarse teoría de la proximidad al objeto de la prueba, en cuya virtud, a cada parte, sea demandante o demandado, le es exigible en la demostración de los hechos en los que apoya su postura, la diligencia razonable a la cercanía de los mismos, o a la facilidad que puede tener en su acreditación”.

(16) VALLESPÍN PÉREZ, cit., p. 302.

(17) Véanse, por ejemplo, las Sentencias del Tribunal Supremo —Sala Primera— de 18 de mayo de 1988 (RJ 1988/4314), de 8 de marzo de 1991 (RJ 1991/2200) o 6 de junio de 1994 (RJ 1994/4894). También, aunque no ya del Tribunal Supremo, es muy interesante la Sentencia del Tribunal Superior de Justicia de la Comunidad Valenciana núm. 3, de 11 de mayo de 1998.

En el proceso que ha dado origen a la apelación que analizamos, el demandante debió presentar la factura original firmada por la cliente, lo que hubiera probado la realización de la compra. “Estando el documento”, sostiene ORTIZ NAVACERRADA⁽¹⁸⁾, “bajo la libre disposición de la parte a quien conviene presentarlo, ningún obstáculo se opone a ello: habrá de cuidar de hacerlo en tiempo y forma por estar vetada una aportación incorrecta o fuera de los excepcionales términos del art. 506 LEC⁽¹⁹⁾...”; también podía haber aportado certificación bancaria de la cuenta en la que debían quedar reflejadas las cantidades que se reclamaban, pero nada de ello se ha hecho⁽²⁰⁾.

Del artículo 217 de la vigente Ley de Enjuiciamiento Civil, nos interesa destacar ahora lo siguiente:

“1. Cuando, al tiempo de dictar sentencia o resolución semejante, el tribunal considerase dudosos unos hechos relevantes para la decisión, desestimará las pretensiones del actor o del reconviniente, o las del demandado o reconvenido, según corresponda a unos o a otros la carga de probar los hechos que permanezcan inciertos y fundamenten las pretensiones.

2. Corresponde al actor (...) la carga de probar la certeza de los hechos de los que ordinariamente se desprenda, según las normas jurídicas a ellos aplicables, el efecto jurídico correspondiente a las pretensiones de la demanda y de la reconvenición.

3. Incumbe al demandado (...) la carga de probar los hechos que, conforme a las normas que les sean aplicables, impidan, extingan o enerven la eficacia jurídica de los hechos a que se refiere el apartado anterior. (...)

6. Para la aplicación de lo dispuesto en los apartados anteriores de este artículo el tribunal deberá tener presente la disponibilidad y facilidad probatoria que corresponde a cada una de las partes del litigio”.

(18) ORTIZ NAVACERRADA, S., “La prueba de documentos privados en el proceso civil”, en *Cuadernos de Derecho Judicial: La prueba en el proceso civil*, Consejo General del Poder Judicial, Madrid, 1993, pp. 101 y ss.

(19) Se refiere el autor todo el tiempo a artículos de la Ley de Enjuiciamiento Civil de 1881.

(20) Declara el Tribunal Constitucional en Sentencia 7/1994, de 17 de enero, que “cuando las fuentes de la prueba se encuentran en poder de una de las partes, la obligación constitucional de colaboración con los Tribunales (art. 118 de la CE) conlleva que sea la parte quien deba aportar los datos requeridos de que el órgano judicial pueda descubrir la verdad, no siendo exigible de ninguno de los litigantes una prueba imposible o diabólica, so pena de causarle indefensión en contravención del art. 24 de la Constitución Española”.

Para LÓPEZ SIMÓ ⁽²¹⁾, no se advierten sustanciales diferencias entre las reglas expresadas en los apartados números 2 y 3 del art. 217 de la LEC y las que resultan de la interpretación del art. 1214 del CC que venían haciendo la doctrina y la jurisprudencia ya que ahora, como antes, con base a las distintas clases de hechos procesalmente relevantes y atendiendo a criterios de normalidad, se establece la regla general de que el actor ha de probar los hechos constitutivos que afirma y el demandado los hechos impeditivos, extintivos y excluyentes que opone a los constitutivos de la pretensión de tutela solicitada por el actor; aunque, en comparación con la fórmula, claramente imperfecta e incompleta, del art. 1214 CC, hay que reconocer que el art. 217 de la LEC, como dice la Exposición de Motivos, en su ap. IX, “supera los términos, en sí mismos poco significativos, del único precepto legal hasta ahora existente con carácter de norma general” y este artículo acoge, además, conceptos (los de disponibilidad y facilidad probatoria) acuñados por la jurisprudencia.

Según ese mismo autor ⁽²²⁾, las novedades del art. 217 de la LEC respecto a la disponibilidad y facilidad probatoria de cada parte, suponen que en ocasiones, con independencia de la naturaleza del hecho afirmado, puede tener que probar la parte que tiene mayor facilidad para ello o la que está más próxima o dispone de la fuente de prueba. Por lo tanto, este será el criterio corrector del resto de las normas sobre la carga de la prueba previstas en el propio art. 217 de la Ley. En consecuencia, si al resolver el asunto el tribunal no ha alcanzado la certeza de un determinado hecho, el tribunal valorará la facilidad y disponibilidad probatoria de cada parte con respecto a ese hecho y aplicará las consecuencias desfavorables de la ausencia tomando en consideración tales circunstancias. Con respecto al principio de disponibilidad y facilidad de la prueba, sostiene DÍAZ FUENTES ⁽²³⁾ que la norma (art. 217.6 de la actual LEC) tiene su entronque en la Constitución, porque la obligación establecida por su art. 118 de colaborar con los Tribunales conlleva que el que tenga en su poder una fuente de prueba deba aportarla.

Afirma TAPIA FERNÁNDEZ ⁽²⁴⁾ que partiendo de los distintos hechos que las partes introducen en el proceso, la carga de la prueba se distribuye atendiendo a criterios de normalidad, tomando como razonable medida el bene-

(21) LÓPEZ SIMÓ, F., cit., p. 145.

(22) LÓPEZ SIMÓ, F., cit., p. 148.

(23) DÍAZ FUENTES, A., *La prueba en la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil*, Bosch, 2002, pp. 37 y ss.

(24) TAPIA FERNÁNDEZ, I., *Comentarios a la Ley de Enjuiciamiento Civil* (con CORDÓN MORENO, F.; ARMENTA DEU, T. y MUERZA ESPARZA, J.), Aranzadi, Pamplona, 2001, vol. I, p. 785.

ficio jurídico que reporta a cada uno la certeza de los hechos que alega como fundamento de la estimación de la pretensión o de la estimación de la oposición. Para CORBAL FERNÁNDEZ ⁽²⁵⁾, con arreglo a este criterio no se debe probar lo normal, que se presume, sino lo que es anormal; las cosas que se repiten con normalidad hay que suponer que han ocurrido. Es un criterio de alta probabilidad que actúa en contemplación del orden natural de las cosas.

En opinión de TAPIA FERNÁNDEZ ⁽²⁶⁾, sería cierto que, en puridad, el actor que solicita una concreta tutela debe alegar y probar los hechos constitutivos de aquella pretensión, es decir, los que alega como fundamento de su petición; pero, además, debería completar su alegación y prueba aduciendo que le asiste el derecho que ejercita porque a esos hechos constitutivos que alega no se oponen hechos que impidan a aquéllos desenvolver su normal eficacia (hechos impositivos) ni hechos que extingan en todo o en parte la eficacia de los hechos constitutivos (hechos extintivos), ya que sólo así va a poder demostrar que le asiste el derecho de acción que ejercita en el proceso ⁽²⁷⁾.

En la condición octava del contrato de utilización de la Tarjeta Consumer se establece que “será prueba suficiente la certificación emitida por la entidad financiera y que dicho saldo tendrá consideración de cantidad líquida y exigible, a los efectos del pago, y plena eficacia en el juicio”. Según la Sentencia, se está subvirtiendo el principio general sobre la carga de la prueba que recoge el art. 1.214 del C. Civil, y ello porque al otorgar a la entidad de crédito la facultad indiscriminada y sin garantías adicionales de acreditar en el juicio la deuda y su cuantía, pues el hecho polémico sometido a controversia puede quedar fijado en el procedimiento por decisión documentalmente consignada a través de datos específicos de la entidad demandante, la consecuencia es que se invierte, en perjuicio de la otra parte, el *onus probandi*, de difícil, cuando no imposible, indica la sentencia, cumplimiento para ella.

(25) CORBAL FERNÁNDEZ, J.E., “La adquisición procesal y la carga de la prueba”, en *Cuadernos de Derecho Judicial: La prueba en el proceso civil*, Consejo General del Poder Judicial, 1994, pp. 184 y ss.

(26) TAPIA FERNÁNDEZ, I., cit., p. 785.

(27) Cita la autora un ejemplo que ilustra con gran claridad su argumento y que viene al caso del comentario de nuestra sentencia. Dice TAPIA: “si el actor reclama en juicio el pago de un determinado bien aduciendo un contrato de compraventa con el demandado, la entrega del bien y la ausencia de pago del precio, debería probar todos los hechos que se subsumen en la norma cuyo favor invoca: que existe ese contrato, que a ese contrato no se le opone ninguna circunstancia que le impida desplegar su eficacia, que entregó la cosa pactada y que no recibió la contraprestación por el demandado”.

Declara DÍAZ FUENTES ⁽²⁸⁾ que, pese al principio dispositivo que rige en el proceso civil, lo cierto es que desde que se haya fijado el ámbito de la controversia, los litigantes habrán de facilitar las pruebas, pero no condicionan al juzgador sobre el modo de apreciarlas y pese a que pueden poner término al proceso, por transacción, renuncia, etc., no son quienes para alterar la distribución trazada por la ley sobre carga de la prueba; esto no es, dice, materia disponible por las partes en nuestro ordenamiento, y menos aún desde que en la nueva Ley procesal se incluye un capítulo —el IV del Título I del Libro I— dedicado a regular el poder de disposición de las partes sobre el proceso y sobre sus pretensiones, sin que se abra en él ningún resquicio al tratamiento convencional de la carga de la prueba. Está claro, como ha manifestado MONTERO AROCA ⁽²⁹⁾, que las reglas legales sobre carga de la prueba son de *ius cogens* y, por lo mismo, están excluidas de la disposición de las partes, lo que lleva a concluir que no pueden existir reglas convencionales que modifiquen las reglas legales sobre la carga de la prueba.

La parte demandada en primera instancia ha negado los hechos constitutivos de la demanda, es decir, el demandante alega que se han realizado ciertas compras con la tarjeta Consumer en base a las cuales la demandada adeuda a la demandante determinada cantidad; sin embargo, esta demandada en ningún momento admite haber realizado dichas compras y en consecuencia deber cantidad alguna. ¿Quién debería acreditar la realización de las compras mediante la tarjeta?: obviamente quien ha realizado la alegación en la demanda, quien reclamaba la cantidad. ¿Quién debe soportar en nuestro caso las consecuencias perjudiciales de la falta de la prueba?: lógicamente quien ni siquiera ha podido demostrar el hecho base de lo pedido en la demanda, esto es, el demandante. No se puede admitir un fallo estimatorio que razona que debido a la existencia de una cláusula de las condiciones generales obrantes en el impreso de solicitud de la tarjeta (emitida por la entidad demandante en primera instancia) que pueden o no ser ajustadas a Derecho, sirva de prueba la simple liquidación emitida por la entidad financiera que es, claro está, rechazada por la demandada. Además de presentar esta liquidación, la parte demandante debió presentar otros medios de prueba como la aportación de certificación bancaria de la cuenta en la que debían quedar reflejadas las cantidades que se reclamaban y las facturas que se firman en el momento de realizarse las compras cuyo original se quedaba en poder del comercio y la copia la parte demandada. En el propio condicionado general de la Tarjeta Consumer se dice en la condición número 4:

⁽²⁸⁾ DÍAZ FUENTES, A., cit., p. 40.

⁽²⁹⁾ MONTERO AROCA, J., *La prueba en el proceso civil*, Civitas, Madrid, 1996, p. 76.

“Al realizar sus compras mediante la Tarjeta el Titular deberá presentar ésta debidamente firmada. Asimismo, deberá firmar la factura de venta la cual implica plena conformidad del Titular con la operación realizada y estará obligado a acreditar su identidad mediante exhibición de su Documento Nacional de Identidad (...), cuando ello le sea solicitado, reservándose en todo caso el Banco, la facultad de autorizar cada operación. (...). El Titular de la Tarjeta acepta como justificante del importe de las operaciones el que se expresa en la factura firmada por el mismo, sirviendo dicho documento como medio de prueba en caso necesario, u otro medio alternativo de contratación que las partes acordaran (...)”.

Estas facturas, por otra parte, al estar en posesión, supuestamente, de la demandante en primera instancia, podían haber sido presentadas como prueba por la disponibilidad, facilidad y proximidad probatoria a que constantemente se viene refiriendo la jurisprudencia desde hace años.

La Sala de apelación ha entendido perfectamente que era la actora quien debió presentar una prueba fehaciente y no una simple liquidación de cuenta emitida unilateralmente por la actora, de la supuesta deuda contraída por la demandada con ella.

Por estos motivos, cuando la demanda se ha estimado en primera instancia, y se ha recurrido en apelación por la que fue inicialmente demandada, el fallo es rotundo: “se estima el recurso de apelación interpuesto por la representación legal de D.^a Santiago L.B. contra la sentencia de fecha 31 de julio de 2001, seguido en el juicio de cognición, y se revoca dicha resolución desestimando la demanda origen de la litis; por tanto se absuelve a D.^a Santiago L.B. de lo pedido en la sentencia, condenando a la entidad Finanzia Banco de Crédito al abono de las costas causadas en la primera instancia”.

IV. CONSIDERACIONES FINALES

En esta sentencia no se acepta que la cláusula a la que hacemos referencia sea conforme a Derecho porque, como ya se apuntó, no se ajusta a lo previsto ni en la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios ni a lo dispuesto en la Ley General sobre Condiciones Generales de la Contratación; además, interpretando esta legislación estamos ante una cláusula abusiva porque no ha sido negociada individualmente y se establece en contra de la buena fe, causa un claro perjuicio del consumidor (demandada en primera instancia, en este caso) y un desequilibrio importante de los derechos y obligaciones de las partes que se derivan del contrato. Estamos ante una cláusula abusiva, concretamente, porque se ha impuesto la carga de la prueba en perjuicio del consumidor (demandada en primera instancia), en un caso en que debía corresponder a la otra parte contratante (a la demandante en primera instancia).

De este modo y de acuerdo con la sentencia de apelación, que se hace eco de la jurisprudencia vigente en materia probatoria, teniendo en cuenta la patente disponibilidad y facilidad probatoria de que gozaba la parte demandante en primera instancia para acreditar los hechos en que se basaba su pretensión, hay que concluir que, como no podía ser de otra manera, no ha bastado la existencia de un contrato y la presentación de una liquidación por la parte demandante para probar la realización de unas compras con la utilización de la Tarjeta; por ello resulta revocada la sentencia de primera instancia.

NOTICIAS

1. REGULACIÓN DE LA MODALIDAD DE SOCIEDAD DE RESPONSABILIDAD LIMITADA DENOMINADA “NUEVA EMPRESA”

La Ley 7/2003, de 1 de abril, ha regulado un subtipo de la sociedad de responsabilidad limitada que ha denominado “nueva empresa”. Según se nos dice en la exposición de motivos de esa Ley, se tiende con ella a dar un impulso a la creación de nuevas sociedades sobre la base de tres elementos: la simplificación de su régimen jurídico; la creación de un “Centro de información y red de creación de empresas” (CIRCE), formado por Centros de información y asesoramiento para las iniciativas empresariales, accesible desde todo el territorio nacional a través de internet, y un sistema simplificado de contabilidad. La Ley prevé que su régimen se complete por disposiciones que, por regla general, procederán de iniciativas del Ministerio de Economía.

Si bien la iniciativa de potenciar desde el Gobierno la creación de nuevas sociedades, asesorando a los socios sobre esa constitución por medios informáticos, el otorgamiento de determinados beneficios fiscales para las pequeñas y medianas empresas, así como la creación de un número de identificación para todas las sociedades y la coordinación de los datos que operan en poder de la Administración Tributaria, con el Registro Mercantil, son objetivos cuya promoción es digna de alabar, no parece que pueda decirse lo mismo de la regulación de la nueva sociedad, en la que el Ministerio de Economía parece haber tenido un protagonismo manifiesto, con la creación de un ente social cuyo régimen se caracteriza esencialmente por sus aspectos negativos. El legislador en este punto parece haber olvidado que un empresario puede constituir una sociedad de responsabilidad limitada e incluso una sociedad anónima sin participación de otras personas. Es decir, como es notorio, nuestro ordenamiento ha reconocido la unipersonalidad originaria de las sociedades de capitales respondiendo a los requerimientos de las pequeñas y medianas empresas y de modo particular que el empresario individual pudiera acogerse por medio de la constitución de una sociedad a la separación entre su patrimonio, que podemos calificar como civil, del patrimonio mercantil y gozar además del privilegio de no responder personalmente por las deudas contraídas por la sociedad. Tanto es así que en el año 2002, según consta en los Registros Mercantiles, se registraron 2.483 nuevas sociedades anónimas unipersonales y 28.978 sociedades unipersonales de responsabilidad limitada.

Frente a esta posibilidad la nueva Ley 7/2003 ofrece un régimen jurídico para la sociedad de responsabilidad limitada, llamada “nueva empresa”, que

puede calificarse como técnicamente muy deficiente y que se caracteriza esencialmente por determinadas restricciones respecto a la normativa general de esta clase de sociedades. Régimen completado por normas reglamentarias posteriores.

Podemos resumir estas notas características de la forma siguiente: Su denominación social habrá de ser necesariamente subjetiva, ya que habrá de estar formada por los apellidos y el nombre de uno de los socios, a los que se añadirá un “código alfanumérico” y la indicación “Sociedad Limitada Nueva Empresa” o SLNE. Su objeto social, que ha de figurar en los estatutos, podrá ser genérico, v.gr. actividad agrícola forestal, de transportes, comunicaciones etc. Los socios habrán de ser necesariamente personas físicas, sin superar el número de cinco. Su constitución se efectúa por medio de la escritura y su inscripción en el Registro Mercantil debiendo entregar el notario copia autorizada de la escritura en 24 horas, y debiendo el registrador inscribir la escritura en el plazo máximo de 24 horas, utilizando preferentemente procedimientos informáticos. Su capital mínimo será de 3.012 €, mediante aportaciones dinerarias. El capital social no podrá ser superior a 120.200 €. La acreditación de la condición de socio se efectuará mediante el documento público en el que conste esa adquisición. La junta general puede convocarse por procedimientos telemáticos o correo certificado, con acuse de recibo de la convocatoria. La administración se confiará a uno o a varios socios, pero no podrá constituir un consejo de administración. La modificación de los estatutos estará limitada al cambio del domicilio o del capital social, dentro de los límites máximo y mínimo fijados por la Ley. La contabilidad se llevará mediante un único registro.

Todas estas limitaciones parece que se quieren compensar con la modificación llevada a cabo recientemente por medio del RD Ley 2/2003, de 25 de abril, de Medidas de Reforma Económica, que en su artículo 1.2 añade un apartado al artículo 55 de la Ley 40/1991, de 9 de diciembre, de impuesto de renta de personas físicas y otras normas tributarias con unas deducciones fiscales a la sociedad Nueva Empresa. El tiempo dirá si estos estímulos son suficientes para la constitución de unas sociedades de responsabilidad limitada que me permito decir que están sometidas a demasiadas “limitaciones”.

Fernando Sánchez Calero

2. SENTENCIA DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA EUROPEO SOBRE GESTIÓN DE CARTERAS DE INVERSIÓN

1. La Sala 5.^a del Tribunal de Justicia Europeo ha dictado una Sentencia de 21 de noviembre de 2002, en el asunto C-356/00, resolviendo dos cuestiones

prejudiciales planteadas por el Tribunal Administrativo Regional de la Toscana (Italia) en su Resolución de 18 de enero de 2000. Tales cuestiones y la Sentencia versan sobre la definición comunitaria del servicio de inversión de gestión de carteras de inversión previsto en el punto 3 de la Sección A) del Anexo de la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables [puede consultarse nuestro trabajo sobre “Gestión de carteras de inversión” en ZUNZUNEGUI, F. (Coord.), *Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil*, Madrid, 2001, pp. 443 y ss. y la abundante bibliografía que allí citamos o, *in extenso* nuestro libro sobre *El contrato de gestión de carteras de inversión*, Madrid, 1995].

2. El supuesto de hecho que origina el litigio nace con la prestación por dos asesores de inversiones, que eran personas físicas (los Sres. Testa y Lazzeri), actuando por cuenta del Banco Fideuram, de un servicio de comercialización de participaciones del fondo de inversión colectiva luxemburgués, denominado Fondoitalia. Este fondo se compone de una serie de compartimentos que invierten en valores de distintos mercados y, por lo tanto, presentan diferentes niveles de riesgo. En concreto, los asesores citados realizaron un elevado número de operaciones denominadas de “conversión” consistentes en movimientos entre distintos fondos en fechas próximas y por cuenta de una parte importante de los inversores quienes, en principio, otorgaron su previo consentimiento al banco para la realización de tales conversiones.

3. A la vista de la actividad señalada, la Consob italiana, mediante dos resoluciones de 3 de junio de 1998, excluyó a los asesores citados del Registro profesional por considerar que las operaciones de conversión habían sido decididas, en realidad, por dichos asesores y que, al implicar operaciones de desinversión de las participaciones de un compartimento del fondo e inversión en las de otro, representaron una gestión subrepticia de carteras o gestión con consentimiento previo de patrimonios mobiliarios; actividades de administración que están reservadas a las empresas de servicios de inversión y vedadas a los asesores de inversiones.

4. Frente a tales resoluciones, aquellos asesores interpusieron recursos de anulación ante el Tribunal Administrativo Regional de la Toscana alegando que no se ajustaban a la Directiva 93/22/CEE porque se amparaban en el Decreto legislativo italiano n.º 415/1996 que define la gestión de carteras de inversión de forma diferente al texto comunitario. En concreto, al eliminar las características de discrecionalidad y conformidad con los mandatos de los inversores, la definición del Derecho italiano amplía la reserva de actividad comunitaria. En definitiva, sostenían que ellos no realizaban el servicio de inversión de gestión de carteras, tal y como está definido comunitariamente.

5. La Consob mantuvo que el legislador italiano podía apartarse de la definición comunitaria de gestión de carteras de inversión y adoptar una definición nacional más amplia, considerando que la Directiva 93/22/CEE tiene por único objeto la armonización mínima necesaria para llegar a un reconocimiento mutuo de las autorizaciones y los sistemas de supervisión prudencial de las empresas de inversión. Por lo tanto, permite a los Estados miembros un margen de maniobra a la hora de redactar la normativa de adaptación al Derecho interno.

6. A la vista de las alegaciones señaladas, el Tribunal Administrativo Regional de la Toscana decidió suspender el procedimiento y plantear al Tribunal de Justicia las siguientes cuestiones prejudiciales: “1. *¿Debe interpretarse el anexo, sección A.3, de la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, que contiene la definición gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores (...), en el sentido de que infringe dicha disposición comunitaria una norma nacional que se aparta de ella y que, en el presente caso, no exige que la gestión de carteras de inversión tenga lugar de manera discrecional e individualizada y con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores?* 2. *¿Es compatible con la normativa comunitaria, en cambio, una norma nacional que, al dar ejecución a una Directiva de armonización, no establece dichos requisitos?”.*

7. La esencia jurídica del pleito reside, por lo tanto, en la circunstancia de que el Decreto legislativo italiano n.º 415/1996, de recepción de la Directiva 93/22/CEE se refiere, entre los servicios de inversión, a “*la gestión individualizada de carteras de inversión por cuenta de terceros*” sin incluir, por lo tanto, las características de discrecional y ajustada a los mandatos conferidos por los inversores que se mencionan en el punto 3 de la Sección A) del anexo de la Directiva citada.

8. El Tribunal de Justicia consideró que la definición comunitaria de gestión de carteras de inversión consta de tres elementos constitutivos que deben reproducirse en los ordenamientos jurídicos de los Estados Miembros a efectos de ejecución de la Directiva 93/22/CEE: primero, la gestión de carteras debe efectuarse con arreglo a un mandato en virtud del cual un inversor faculta a una empresa de inversión para tomar decisiones de inversión por su cuenta. Segundo, las carteras gestionadas deben incluir uno o varios instrumentos recogidos en la Sección B) del anexo de aquella Directiva, tales como los valores negociables. Tercero, la gestión debe realizarse de manera discrecional e individualizada de forma tal que la empresa de inversión pueda tomar decisiones discrecionales respetando siempre las instrucciones estratégicas del inversor.

9. Visto lo anterior y teniendo en cuenta los propósitos armonizadores de la Directiva citada, la Sentencia del Tribunal de Justicia de 21 de noviembre de 2002 declara: *“La sección A), punto 3, del anexo de la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, que define el concepto de gestión de carteras de inversión, se opone a que una normativa nacional se aparte de esta definición al no exigir, a efectos de la ejecución de dicha Directiva, que la gestión de carteras de inversión sea ‘discrecional e individualizada’ y ‘con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores’. No obstante, nada impide a un Estado miembro ampliar, mediante la normativa nacional, la aplicabilidad de las disposiciones de la citada Directiva a operaciones no contempladas en la misma Directiva, siempre y cuando se deduzca claramente que la normativa nacional de que se trata no constituye una adaptación del Derecho interno a la Directiva, sino que resulta de la voluntad autónoma del legislador”*.

10. La aplicación de esta declaración al caso planteado debe conducir a considerar que los asesores de inversiones, al realizar las operaciones de conversión de fondos citadas, gestionaron las carteras de valores de sus clientes e infringieron, por lo tanto, la normativa interna italiana, por lo que las sanciones impuestas por la Consob serían, en principio, procedentes al estar amparadas por el Derecho italiano y aplicarse a unas actividades desarrolladas en Italia; sin perjuicio de que no prestaron el servicio de inversión definido en el apartado 3 de la Sección A) del Anexo de la Directiva 93/22/CEE.

11. Distinta relevancia hubiera tenido la decisión si se hubiera planteado el conflicto respecto de una empresa de inversión comunitaria que hubiera prestado el servicio de inversión de gestión de carteras amparándose en la licencia única porque, entonces, la extralimitación del Derecho interno hubiera dejado sin cobertura a una eventual sanción en tanto que la empresa se hubiera ajustado a la definición comunitaria, todo ello conforme a la declaración de la Sentencia comentada.

12. En lo que a nuestro Derecho respecta, el examen del pleito expuesto revela que fue un acierto de nuestro legislador adaptar con exactitud la noción comunitaria de gestión de carteras al definir, en el art. 63.1.d) de la LMV, según redacción modificada por la Ley 37/1998, el servicio de inversión de *“gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores”*. Con ello se evitan conflictos internos y externos.

Alberto Javier Tapia Hermida

3. NUEVAS NORMAS DE CONTABILIDAD EN EL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES

El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo adoptó a finales del pasado año relevantes cambios en las normas aplicables a su contabilidad. Lo hizo aprobando la Orientación del Banco Central Europeo de 5 de diciembre de 2002, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la elaboración de informes financieros en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (v. DOCE L 58 de 3 de marzo de 2003, p. 1 y ss.). Con ello se ha derogado la Orientación BCE/2000/18.

La nueva Orientación contiene disposiciones de carácter general y otras especiales, no solo en cuanto a determinados apuntes contables, sino con respecto a operaciones tales como las referidas a divisas a plazo (art. 14), *swaps* de divisas y de tipos de interés (arts. 15 y 17, respectivamente), futuros de tipo de interés (art. 16), acuerdos de tipos de interés futuros (art. 18) y operaciones de valores a plazo (art. 19). Resultan de indudable interés los principios contables fundamentales que enuncia y define el art. 3 (realidad económica, prudencia, importancia relativa, empresa en funcionamiento, etc.).

La Orientación, que se completa con distintos anexos, tiene por destinatarios a los Bancos Centrales Nacionales de los distintos Estados miembros participantes (aquellos que han adoptado el euro). Por ello se establecen unas obligaciones de información precisamente a cargo de los Bancos Centrales Nacionales, a los que se recomienda que adapten su balance y cuenta de pérdidas y ganancias públicos anuales a lo establecido en los anexos de la Orientación.

Jaime Baillo Morales-Arce

4. ESTADÍSTICA SOBRE LA CONSTITUCIÓN Y VIDA DE LAS SOCIEDADES EN EL REGISTRO MERCANTIL DURANTE EL AÑO 2002

El Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España ha publicado un año más su interesante memoria que titula *Estadística mercantil* correspondiente al año 2002 y que viene prologada por una nota del Director del Servicio de Coordinación de Registros Mercantiles Dr. Luis FERNÁNDEZ DEL POZO.

De la lectura de esa tan interesante publicación para conocer la realidad de nuestra vida societaria se deduce que la forma de la sociedad de responsabilidad limitada sigue siendo la forma social más frecuentemente empleada para la

constitución de sociedades mercantiles y, además, que el número de sociedades de ese tipo constituidas en España en el año 2002 se incrementó con relación al precedente (117.780 en 2002 y 110.650 en 2001), y que las constituciones de sociedades anónimas continúa decreciendo (3.151 en 2002 y 3.767 en 2001), mientras que el número de las otras formas sociales (colectiva, comanditaria, cooperativas, etc.) es irrelevante (780 en su conjunto). Las extinciones de las sociedades no llegan a estar en proporción con el número de las constituidas, pues en esa estadística se nos indica que en el año 2002 se extinguieron 2.273 sociedades anónimas, 8.468 limitadas y 455 de otras formas sociales.

La publicación informa detalladamente sobre otros aspectos de la vida de las sociedades, como son las ampliaciones y reducciones de capital, las emisiones de obligaciones, las fusiones y escisiones, las suspensiones de pagos y quiebras, así como la forma en la que están constituidos los órganos de administración, el cumplimiento del deber de depósito de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas. Todo ello por indicación de las cifras totales en España y respecto a cada una de sus Provincias.

La nota preliminar resalta algunos datos que llaman la atención como cuando indica que “en las nuevas sociedades anónimas y en los aumentos de capital social, el capital suscrito medio de las registradas en la Comunidad de Madrid es el doble de las registradas en Cataluña. En las nuevas limitadas y en los aumentos de capital de limitadas la proporción es superior, en torno al triple”. Con relación a la reestructuración de las sociedades, se dice que continúa “la tendencia de retraimiento”. Sigue cayendo ahora el número de fusiones por absorción en anónimas (de 775 a 578 en 2002) y en limitadas (de 869 a 779). Muy similar caída se observa en las fusiones por unión de sociedades anónimas y limitadas con un número muy marginal de operaciones (6 y 19, respectivamente en toda España). También la nota preliminar, junto a otras observaciones, hace notar el aumento muy relevante en términos absolutos respecto a los depósitos de las cuentas anuales, ya que si en el año 2001 se depositaron 827.000, en el año 2002 la cifra ascendió a 869.286.

Respecto a las quiebras se hace notar que en el año 2002 se produjeron 628, frente a 471 en el año precedente. Por el contrario, se produjo una reducción del número de suspensiones de pagos, pues en el año 2001 se registraron 226, y en el 2002 únicamente se registraron 191 suspensiones de pagos. Será curioso observar, una vez que entre vigor la nueva Ley Concursal, en este momento pendiente de su promulgación y que se espera entre en vigor en junio del año 2004, la comparación entre el número de los procedimientos concursales tradicionales, limitados a los empresarios y sociedades mercantiles, y el número de los procedimientos de concurso, que se extienden a los deudores insolventes, tengan o no el carácter de empresarios.

Alberto J. Tapia Hermida

5. INCORPORACIÓN DE TÉCNICAS TELEMÁTICAS PARA LA SEGURIDAD PREVENTIVA

Se ha publicado la *Instrucción de 18 de marzo de 2003, de la Dirección General de los Registros y del Notariado, con relación al artículo 107 de la ley 24/2001, de 27 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social* (publicada en el BOE de 9 de abril de 2003).

Tal y como tuvimos ocasión de comentar en un número anterior (v. *RDBB*, 88, pp. 261-263), dentro del desarrollo legislativo del régimen legal de la firma digital (iniciado a partir de la entrada en vigor del *Real Decreto-Ley 14/1999, de 17 de septiembre, sobre Firma Electrónica*, y completado en lo que al objeto de estudio se refiere por la *Instrucción de 19 de octubre de 2000, de la Dirección General de los Registros y del Notariado, sobre el uso de la firma electrónica de los fedatarios públicos*), se publicó la Sección 8.^a de la *Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social* (la denominada “Ley de Acompañamiento”), dedicada a la “Incorporación de Técnicas Electrónicas, Informáticas y Telemáticas a la Seguridad Jurídica Preventiva”, para regular la atribución y uso de la firma electrónica por parte de notarios y registradores de la propiedad, mercantiles y de bienes muebles en el ejercicio de sus funciones públicas.

De esta forma, el artículo 107 de la Ley 24/2001 imponía a los Notarios y Registradores la obligación de disponer de sistemas electrónicos para la emisión, transmisión, comunicación y recepción de la información. En todo caso, la prestación de servicios de certificación se llevará a cabo de conformidad con lo dispuesto en el citado Real Decreto-Ley 14/1999.

En dicha noticia, ya poníamos de manifiesto nuestro temor a la demora del desarrollo reglamentario. Finalmente, casi un año y medio después, se aprueba el mismo en lo concerniente al referido artículo 107, como una de las cuestiones de mayor urgencia, relativa a la interoperabilidad de los sistemas telemáticos de emisión, transmisión, comunicación y recepción de información de los notarios y de los registradores en el marco de las comunicaciones entre ellos y, muy especialmente, en la remisión de los títulos públicos a los Registros de la Propiedad y Mercantiles, a los efectos de su presentación en ellos por vía telemática, equiparándolos a la presentación física o por correo.

De acuerdo con el Dispositivo Primero de la Instrucción, los certificados electrónicos que se expidan por los prestadores de servicios de certificación, en relación con la firma electrónica avanzada de los notarios y registradores, deberán contener las menciones referidas en el artículo 109 de la mencionada Ley 24/2001 (esto es, nombre y apellidos del notario o registrador, su cualidad de

notario o registrador, su plaza de residencia, y su pertenencia a un determinado Colegio). Dichos certificados deberán tener la consideración de reconocidos, y ser emitidos por un prestador de servicios de certificación acreditado. A tal efecto, tanto el Consejo General del Notariado como el Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España tendrán la condición de prestadores de certificación acreditados.

Los Dispositivos Segundo y Tercero aluden a cuestiones técnicas, y regulan el régimen de compatibilidad e interoperabilidad de los sistemas telemáticos de emisión, transmisión, comunicación y recepción de información entre las notarías y los Registros, disponiendo que la comunicación se realice entre el nodo central del notariado y el nodo central de los registradores, con el propósito de racionalizar las comunicaciones, conservar únicamente como histórico una ficha de datos relativos a la fecha y hora del envío respectivo y de la identidad del notario y registrador que lo efectuó, y supervisar cualquier disfunción global en las comunicaciones que se realicen.

A tal efecto, cada Notario y Registrador deberá contar con la oportuna dirección electrónica, debidamente actualizada, de igual modo que los propios Consejo y Colegio.

La firma electrónica avanzada de los notarios y registradores deberá permitir verificar *on-line* la vigencia de los propios certificados, constituyéndose a tal efecto un directorio específico, utilizándose por ahora como instrumento de comprobación de la vigencia de los certificados la herramienta telemática LDAP.

Deben firmarse tanto los mensajes como los documentos anexos (que se realizarán en formato PDF), aplicando además el mecanismo de sellado de tiempo, a los efectos de guardar certeza del momento, tanto de remisión como de recepción, sincronizando los sistemas para garantizar el principio de prioridad registral.

A tenor del Dispositivo Cuarto, y por motivos de seguridad, *“a los solos efectos de la remisión de la copia autorizada electrónica, por parte del notario a los órganos de las Administraciones Públicas y jurisdiccionales, a los registradores y a otros notarios, aquella tendrá un período de validez de treinta días contados desde la fecha de su expedición”*. Dicha copia puede trasladarse a soporte papel, única y exclusivamente a efectos de su incorporación a los expedientes o archivos tramitados en el ámbito de las funciones públicas correspondientes.

Conforme a lo establecido en el Dispositivo Quinto, *“las copias autorizadas de las matrices podrán expedirse y remitirse electrónicamente con firma*

avanzada, por el Notario autorizante de la matriz, o por quien le sustituya legalmente”, debiendo ser el notario remitente de copia el mismo que la haya expedido. Según impone el mismo apartado, “dichas copias sólo podrán expedirse para su remisión a otro notario o a un registrador o a cualquier órgano de las Administraciones Públicas o jurisdiccional, siempre en el ámbito de su respectiva competencia y por razón de su oficio”.

Finalmente, de acuerdo con el Dispositivo Sexto, los notarios y registradores utilizarán el sistema CIRCE para la remisión de la información y documentación necesaria para la constitución de la denominada “Sociedad Limitada Nueva Empresa”, de acuerdo con su normativa, mediante la utilización de su firma electrónica avanzada, recurriendo asimismo a dicho sistema de información para mantener las correspondientes relaciones telemáticas con las Administraciones Públicas en este ámbito. Interesa señalar que la *Ley 7/2003, de 1 de abril, de la sociedad limitada Nueva Empresa, por la que se modifica la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, es objeto de examen por el Profesor SÁNCHEZ CALERO en este mismo número.

En este ámbito debe destacarse también la publicación reciente de otras disposiciones. Así, la *Instrucción 2/2003, de 26 de febrero, del Pleno del Consejo General del Poder Judicial, sobre Código de Conducta para usuarios de equipos y sistemas informáticos al servicio de la Administración de Justicia* (publicada en el BOE de 10 de marzo de 2003), en el que se desarrolla un minucioso protocolo de actuación para todos los profesionales que prestan sus servicios en los órganos judiciales (incluyendo uso de equipos y aplicaciones, correo electrónico, navegación por Internet, etc.). Por otro lado, el *Real Decreto 209/2003, de 21 de febrero, por el que se regulan los registros y las notificaciones telemáticas, así como la utilización de medios telemáticos para la sustitución de la aportación de certificados por los ciudadanos* (BOE de 28 de febrero de 2003), modifica diversas disposiciones reglamentarias que versan sobre las notificaciones y sobre la expedición de certificados, en particular el *Real Decreto 263/1996, de 16 de febrero, por el que se regula la utilización de técnicas electrónicas, informáticas y telemáticas por la Administración General del Estado*, así como el *Real Decreto 772/1999, de 7 de mayo, por el que se regula la presentación de solicitudes, escritos y comunicaciones ante la Administración General del Estado, la expedición de copias de documentos y devolución de originales y el régimen de las oficinas de registro*, todo ello dentro del confesado propósito de agilizar la relación de los ciudadanos con la Administración a través de las nuevas tecnologías.

También en la “Ley de Acompañamiento de 2002”, esto es, la *Ley 53/2002, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social* se introduce, por medio de la Disposición Adicional Decimoséptima, la

configuración de la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre-Real Casa de la Moneda como prestador de servicios de certificación en el uso de la firma electrónica en régimen de libre competencia.

En números anteriores (v. *RDBB* 75, 76, 78, 79, 81 y 88), hemos tenido ocasión de referirnos a la evolución normativa en relación con la firma electrónica.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

6. INFORME SOBRE LA PROPIEDAD ACCIONARIAL EN GRAN BRETAÑA

El debate sobre la reforma del régimen de la sociedad cotizada se ve sometido en los últimos años a múltiples influencias de origen internacional. El mejor exponente de ello lo ofrece el movimiento del llamado (buen) gobierno corporativo, que como es sabido está en el origen de no pocas de las reformas legislativas y propuestas regulatorias adoptadas en España en estos últimos meses [Informe Aldama, Proyecto de Ley de transparencia (que reseñamos también en este mismo número), por citar los más significativos]. Es constante la invocación de los trabajos que se impulsan en otros Estados para mejorar la regulación de las sociedades cotizadas y también lo son las invocaciones comparativas entre los distintos mercados.

En ese debate se advierte el olvido de algunos presupuestos merecedores de consideración a la hora de valorar la utilidad de las soluciones que se proponen. Así, en primer lugar, se parte con frecuencia de la premisa de una competencia entre los distintos mercados financieros para justificar el que todos se vean sometidos a idénticas soluciones regulatorias. Se olvida al hacerlo que, como la experiencia reciente también pone de manifiesto, esa competencia entre mercados se produce en un marco de diversidad de los sistemas jurídicos. Basta con examinar el panorama europeo para advertir que permanecen en los ordenamientos estatales postulados esencialmente diversos en cuanto al régimen de la sociedad cotizada en unos y otros.

Una segunda reflexión que también sorprende por su alcance es la que está constituida por la falta de una adecuada ponderación entre la diversa realidad que ofrecen esos mercados. El debate sobre la relación entre los administradores y accionistas se plantea también de manera irreflexiva en términos idénticos entre Estados en los que la identidad de los accionistas significativos y la titularidad del capital de las sociedades cotizadas son hechos de no menor variedad.

En algunos mercados es frecuente el que persistan paquetes de control relativamente elevados, mientras que en otros se puede hablar de la atomización del capital social como una característica general. Todo ello indica que un adecuado conocimiento de cómo se distribuye la propiedad o el “valor” de las sociedades cotizadas en cada uno de esos mercados constituye un requisito indispensable para abordar correctamente el problema de las relaciones entre administradores y accionistas como fundamento del régimen del gobierno corporativo.

A este último respecto es interesante el estudio publicado recientemente por el Gobierno británico sobre la propiedad de acciones a 31 de diciembre de 2001 (Office for National Statistics, *Share Ownership. A report on Ownership of Shares as at 31st December 2001*, Londres 2002, 34 pp.). Como indica su preámbulo, esa investigación tiene antecedentes históricos constituidos por varios Informes con ese mismo contenido, que se vieron ralentizados por el coste de su elaboración. La recuperación de esta investigación se ve facilitada por la existencia desde finales de 1998 del sistema de liquidación CREST.

El documento que reseñamos es un estudio detallado, dentro del que destaca que el cincuenta por ciento de las acciones emitidas por sociedades británicas se encontraba en poder de accionistas o inversores institucionales (principalmente compañías de seguros y fondos de pensiones). También es llamativo que una tercera parte de las acciones esté en poder de inversores extranjeros y que casi el quince por ciento sea propiedad de accionistas individuales (para más información ver *Share ownership report published*, Sweet & Maxwells' Company Law Newsletter, 4/2003, p. 4).

Juan Sánchez-Calero Guilarte

7. VALORACIÓN DE INMUEBLES A EFECTOS FINANCIEROS: LA ORDEN ECO/805/2003

1. En el mercado financiero, la normalización de los sistemas de valoración de los bienes inmuebles y de los derechos reales sobre los mismos resulta relevante a dos efectos principales (ver nuestro *Manual de Derecho Bancario*, Barcelona, 2002, pág. 73 y ss.):

— Primero, porque aquellos bienes y derechos son objetos de inversión de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, del patrimonio de los fondos de pensiones y de los recursos de las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria.

— Segundo, porque aquellos bienes y derechos sirven de cobertura para la movilización del crédito hipotecario mediante la emisión de valores hipotecarios.

2. La regulación de los sistemas de tasación de bienes inmuebles y derechos reales ofrece dos aspectos fundamentales:

— Por una parte, un aspecto subjetivo de homologación de las sociedades y servicios de tasación contenido en el Real Decreto 775/1997, de 30 de mayo.

— Por otro lado, un aspecto objetivo o funcional de las normas de valoración de bienes inmuebles que deben seguirse en el ámbito financiero que estaba contenido en una Orden de 30 de noviembre de 1994.

3. Pues bien, la Orden ECO/805/2003, de 27 de marzo, “sobre normas de valoración de bienes inmuebles y de determinados derechos para ciertas finalidades financieras” (BOE n.º 85 del miércoles 9 de abril de 2003) incide únicamente en el segundo aspecto funcional (con exclusión expresa en el primer párrafo de su preámbulo de cualquier “disposición de tipo subjetivo relacionada con la capacidad para tasar ni para designar al tasador, la cual se rige por las normas reglamentarias correspondientes según la finalidad de la tasación”) y, por ello, deroga la anterior Orden de 1994 en su Disposición Derogatoria Única.

4. Por otro lado, esta Orden ECO/805/2003 de la que damos noticia — que entrará en vigor a los seis meses de su publicación en el BOE, sin perjuicio de su aplicación voluntaria inmediata (Disposición Final Tercera)— persigue tres finalidades según su preámbulo: la aclaración terminológica, la adaptación a las modificaciones legislativas recientes y la introducción de mejoras técnicas. En general, destaca su extensión, con 88 artículos, 5 disposiciones adicionales, 1 disposición transitoria, otra derogatoria y 3 finales.

5. Entrando ya en el contenido, el objeto de la Orden (arts. 1 y 2) consiste en regular el sistema de cálculo del valor de tasación de bienes inmuebles y derechos reales y de elaboración de informes y certificados cuando se efectúen para las finalidades previstas en la normativa sobre emisión de valores hipotecarios; sobre cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras (ver nuestro Manual sobre *Derecho de Seguros y Fondos de Pensiones*, Barcelona, 2001, pág. 64); sobre determinación del patrimonio de las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias (ver nuestra obra *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, Madrid, 1998, pág. 251); y sobre determinación del patrimonio inmobiliario de los fondos de pensiones (ver nuestro Manual sobre *Derecho de Seguros y Fondos de Pensiones*, Barcelona, 2001, pág. 264).

6. A continuación, el extenso contenido de la Orden ECO/805/2003 se distribuye en dos grandes categorías de disposiciones: las disposiciones comunes sobre el cálculo de valor de tasación y la elaboración de informes y certificados y las disposiciones específicas sobre las particularidades de aquellos cálculos en ciertos espacios financieros.

7. Las disposiciones comunes se contienen en los títulos I a III que empiezan por fijar los principios y definiciones (Capítulo I del Título I), las comprobaciones mínimas y la documentación necesaria para realizar el cálculo de valor de tasación (Capítulo II del Título I) y los condicionantes y advertencias que excepcionalmente pueden introducirse en aquellos cálculos (Capítulo III del Título I). A continuación, el Título II regula el “cálculo de valor de tasación” estableciendo los “métodos técnicos de valoración”, con alusión al método del coste, de comparación, de actualización de rentas y residual (Capítulo I); la forma de “valoración de bienes inmuebles y derechos”, con referencia especial a la valoración de edificios y elementos de un edificio, de fincas rústicas y de solares y terrenos (Capítulo II). Por último, el Título III completa las disposiciones comunes regulando los sistemas de “elaboración de informes y certificados de tasación” aludiendo a sus principios y reglas generales, a la emisión y caducidad de las tasaciones y a los aspectos formales y estructurales de aquellos informes y certificados.

8. El segundo gran bloque de esta Orden ECO/805/2003 está integrado por las “disposiciones especiales” contenidas en su Título IV que se refieren a los aspectos específicos de valoración de inmuebles para la “cobertura de provisiones técnicas de entidades aseguradoras” (Capítulo I) y para la “determinación del patrimonio de las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias” (Capítulo II).

9. En conclusión, nos encontramos ante una Orden Ministerial de gran extensión y complejidad, con un intenso componente técnico y de una gran importancia práctica.

Alberto J. Tapia Hermida

8. RESOLUCIÓN DE LA FSA BRITÁNICA EN MATERIA DE DIVULGACIÓN DE HECHOS RELEVANTES

El pasado 11 de abril de 2003, la Autoridad de los Servicios Financieros británica [*Financial Services Authority* o “FSA”]; la FSA regula la industria de

servicios financieros (servicios bancarios, de inversión y seguros) y tiene cuatro objetivos bajo la Ley de Mercados y Servicios Financieros del 2000 (*Financial Services and Markets Act 2000*): mantener la confianza del mercado; promover la comprensión pública del sistema financiero; asegurar el grado oportuno de protección de los consumidores y luchar contra el crimen financiero] dictó una resolución declarando la infracción de las Normas Bursátiles (*Listing Rules*) por parte de la compañía Marconi plc ("Marconi") en julio de 2001, por no haber comunicado al mercado, de manera inmediata, información relevante sobre un cambio en sus expectativas de resultados, tal y como requiere la Regla 9.2(c) de las Normas Bursátiles. Esta normativa se corresponde en sus principios fundamentales con la recogida en el artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores (en la redacción dada por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero) en relación al ordenamiento jurídico español.

1. Descripción de los hechos

De acuerdo con el resumen de hechos probados de la citada resolución, Marconi cotiza en la Bolsa de Valores de Londres y era uno de los valores integrantes del índice FTSE 100.

El 17 de mayo de 2001, Marconi anunció sus resultados finales durante el ejercicio cerrado el 31 de marzo de 2001. El anuncio asimismo contenía una declaración de Marconi sobre los resultados previstos para el primer semestre del ejercicio siguiente, que difícilmente mejorarían los resultados del primer semestre del ejercicio anterior. No obstante, y en relación con el ejercicio completo, Marconi esperaba que la recuperación del mercado le permitiría crecer.

El 12 de junio de 2001, el Director General informó a los Consejeros no ejecutivos de que el ejercicio había comenzado muy lentamente y que los resultados provisionales mostraban que los ingresos en los dos primeros meses eran un 10% inferiores a los ingresos del mismo período en el ejercicio anterior. El 18 de junio y 19 de junio de 2001, respectivamente, Credit Suisse First Boston y UBS Warburg redujeron las previsiones de beneficio operativo de Marconi en un 21% y 22%.

El 21 de junio de 2001, el equipo directivo de Marconi recibió las cuentas de gestión consolidadas correspondientes a los dos primeros meses del ejercicio. Las cifras constituían una indicación de que Marconi difícilmente iba a cumplir sus expectativas; sin embargo, el preámbulo de las cuentas señalaba que las cifras debían manejarse con cuidado debido a los efectos de la reestructuración del negocio desde abril de 2001.

Las divisiones de Marconi debían presentar el 25 de junio de 2001 previsiones revisadas para el primer semestre y el ejercicio completo. El 26 de junio

de 2001 se celebraría una reunión entre el Director General, el Director General Adjunto, el Director Financiero y los jefes de cada división de Marconi a fin de revisar dichas previsiones. El 22 de junio de 2001, como contingencia frente a las cifras que debían ser recibidas y revisadas el 26 de junio de 2001, el Director General Adjunto y el Director Financiero consideraron la preparación de un anuncio de resultados (*trading statement*).

Las previsiones disponibles el 26 de junio de 2001 mostraban claramente que el anuncio hecho al mercado el 17 de mayo de ese mismo año no era correcto. Sin embargo, el Director General, el Director General Adjunto y el Director Financiero mantenían que dichas previsiones contenían inexactitudes e inconsistencias que las hacían erróneas. En particular, los costes no tenían en cuenta la reestructuración del negocio de Marconi desde abril de 2001. Al finalizar la reunión de 26 de junio de 2001, se dieron instrucciones para que las previsiones fueran revisadas y presentadas nuevamente al Director Financiero el viernes 29 de junio de 2001.

El Director General Adjunto estuvo de viaje de negocios desde la tarde del 26 de junio de 2001 hasta la mañana del 3 de julio de 2001, siendo contactado en una serie de ocasiones en relación con otros asuntos, pero no en relación con las previsiones, no interviniendo ni en su preparación ni en su evaluación hasta su vuelta a la oficina a las 14:00 horas del 3 de julio de 2001. Tras la revisión de las previsiones por su parte, el Director General Adjunto solicitó inmediatamente que los asesores de Marconi fueran informados y que se organizara una reunión tan pronto como fuera posible ese mismo día. Ésta fue la primera vez que los asesores fueron consultados en relación con la realización de un anuncio de resultados.

El jueves 28 de junio de 2001, el Director General se reunió con el Presidente y decidieron convocar una reunión del Consejo el miércoles 4 de julio de 2001 a las 16:00 horas, ante la posibilidad de tener que hacer un anuncio de resultados.

El sábado 30 de junio de 2001, el Director Financiero recibió las previsiones revisadas solicitadas por el equipo directivo el 26 de junio de 2001. Las nuevas cifras indicaban una variación mayor respecto de las previsiones iniciales de Marconi para el ejercicio porque si bien las previsiones de costes en las cifras del 26 de junio de 2001 habían sido corregidas, las previsiones de ventas habían disminuido aproximadamente en un millón de libras entre el 26 de junio y el 30 de junio de 2001. El Director Financiero pasó el fin de semana revisando las cifras, muy alejadas del anuncio hecho en su día al mercado, y consideró apropiado preparar un borrador de anuncio de resultados, que circuló por correo electrónico la mañana del domingo 1 de julio de 2001.

El Director General y el Director Financiero se reunieron para discutir las previsiones y las últimas cifras revisadas el lunes 2 de julio de 2001 a las 10:30, reunión que concluyó aproximadamente a las 14:00 horas, habiéndose corregido tanto las previsiones de costes como las de ventas. En ese momento, ambos decidieron que era necesario un anuncio de resultados y lo que la FSA ha determinado es que éste fue el momento en que Marconi cambió sus expectativas y, por consiguiente, el momento en que nació la obligación de notificar de manera inmediata dicho cambio.

El Director General informó al Presidente de la situación esa tarde. La reunión del Consejo de Administración prevista para el 4 de julio no se adelantó, según el Presidente y el Director General han explicado, a fin de poder disponer de más tiempo para poder seguir trabajando en las cifras y preparar las preguntas de los analistas, consultar al Director General Adjunto (para lo que esperaron hasta su vuelta a las 14:00 horas del día siguiente) y recibir los resultados provisionales que se iban a presentar la mañana del 4 de julio.

En abril de 2001, Marconi había comenzado el proceso de venta de una de sus filiales estadounidenses, Marconi Medical Systems Inc ("MMSI"). La operación era una venta de clase 2 a los efectos de las Normas Bursátiles, por lo que Marconi debería anunciar la operación inmediatamente una vez se hubieran acordado sus términos. A comienzos de junio de 2001 Marconi había seleccionado un comprador, cerrándose la venta en la madrugada del 4 de julio de 2001, por lo que la misma debía ser anunciada ese mismo día antes de la apertura del mercado. Sin embargo, Marconi consideró que anunciar dicha venta cuando más tarde se iba a realizar un anuncio de resultados negativos crearía un falso mercado, por lo que decidió solicitar la suspensión de la negociación de sus acciones.

De esta manera, a las 07:03 horas del 4 de julio de 2001, Marconi anunció la venta de MMSI. Poco tiempo después, se anunció la suspensión de la negociación de sus acciones y que Marconi realizaría un anuncio de resultados más tarde ese mismo día. A las 18:41 del 4 de julio de 2001, Marconi realizó el anuncio de resultados y la suspensión de la negociación de sus acciones fue levantada. El día 5 de julio el volumen de negociación de las acciones de Marconi se incrementó en un 25% y el precio de la acción cayó un 54%, lo que constituye un claro indicativo del carácter de información relevante del anuncio de resultados.

2. Fundamentos de la FSA

De acuerdo con la resolución de la FSA, la delegación de poderes por el Consejo de Administración de Marconi en su equipo directivo, conforme a sus

Estatutos, era muy amplia. El Consejo de una compañía cotizada no puede cumplir con las obligaciones impuestas por las Normas Bursátiles y, en particular, con la Regla 9.2(c) [la Regla 9.2(c) de las Normas Bursátiles en vigor el 4 de julio de 2001 establecía que: “*Una compañía debe notificar a la Oficina de Anuncios Societarios (Company Announcement Office) inmediatamente toda información relevante que no sea de conocimiento público relativa a un cambio: (a) en la situación financiera de la compañía; (b) en los resultados de sus negocios; o (c) en las expectativas de resultados de la compañía; que, de hacerse pública, pudiera afectar de modo relevante a la cotización de sus valores*”], salvo que sus directivos fiscalicen los resultados y presten atención continua a cualquier cambio en las expectativas de resultados de la compañía. Son los directivos los que deben informar inmediatamente al Consejo sobre cualquier cambio material en las expectativas, a fin de que sea éste el que revise dichos cambios y adopte una decisión formal sobre la realización de cualquier anuncio.

Las previsiones para el semestre terminado el 30 de septiembre de 2001 y el ejercicio finalizado el 31 de marzo de 2002, junto con las cuentas de gestión para el período de 2 meses finalizado el 31 de mayo de 2001, habían sido revisadas y acordadas entre el Director General y el Director Financiero a las 14:00 horas del lunes 2 de julio de 2001. Es en ese momento cuando el Director General y el Director Financiero cambiaron las expectativas de resultados de Marconi, de la misma forma que sabían que cuando ese cambio se hiciera público podría afectar de modo relevante a la cotización de sus valores. Como resultado, la obligación de Marconi de informar inmediatamente al mercado del cambio en sus expectativas nació en ese momento. El cumplimiento de esta obligación exigía informar inmediatamente al Consejo a fin de que éste pudiera tomar la decisión formal de emitir el correspondiente anuncio.

El Director General y el Presidente manifestaron que creían de buena fe que el calendario que manejaban era suficiente a los efectos de cumplir sus obligaciones bajo las Normas Bursátiles. No obstante los argumentos esgrimidos por el Director General y el Presidente, la FSA considera que la reunión del Consejo debería haberse adelantado a la tarde del martes 3 de julio, lo que les hubiera permitido seguir trabajando y contactar con sus asesores.

La FSA acepta que, tal y como requiere la Regla 9.3.^a [la Regla 9.3A de las Normas Bursátiles en vigor el 4 de julio de 2001 establecía que: “*Una compañía debe prestar toda la atención razonable a fin de asegurar que cualquier declaración o previsión o cualquier otra información que comunique a la Oficina de Anuncios Societarios o haga disponible a través de la Autoridad Bursátil británica (U.K. Listing Authority) no sea errónea, falsa o engañosa ni omita nada que pueda afectar al significado de dicha declaración, previsión o cual-*

quier otra información”], debe prestarse atención suficiente a la preparación de un anuncio al mercado, pero considera que Marconi otorgó excesiva importancia al refinamiento de las cifras y al lenguaje contenido en el anuncio de resultados a expensas de sus obligaciones hacia el mercado. Deberían haberse tomado inmediatamente las medidas para adelantar la reunión del Consejo a la tarde del 3 de julio de 2001, lo que les hubiera permitido completar el trabajo sobre el anuncio de resultados (porque si bien se siguió trabajando en las cifras, dicho trabajo consistió fundamentalmente en preparar la reconciliación de las nuevas cifras con las previsiones anteriores, lo que no justificaba el retraso), preparar las respuestas a las preguntas de los analistas y consultar a los asesores de Marconi con carácter previo a la reunión. Asimismo, la FSA acepta la conveniencia de consultar al Director General Adjunto con carácter previo al anuncio de resultados, pero considera que dicha consulta debería haberse efectuado dentro del contexto de una obligación que ya había nacido. En relación con los resultados provisionales, la FSA no acepta que fueran necesarios para la preparación del anuncio de resultados, cuando éstos procedían además de las cifras revisadas facilitadas por las divisiones de Marconi al Director Financiero el 29 de junio de 2001.

Marconi cambió sus expectativas de resultados en la tarde del 2 de julio de 2001 por lo que, en opinión de la FSA, desde la tarde del 2 de julio de 2001 Marconi podría haber adoptado las medidas que le hubieran permitido hacer el anuncio al mercado en la tarde del 3 de julio de 2001. En este caso, el anuncio no fue hecho hasta las 18:41 del 4 de julio de 2001, tras haber estado suspendida su cotización durante todo el día, y el 5 de julio de 2001 se produjo un incremento del 25% en el volumen de negociación y una caída del 54% en el precio de la acción. Este retraso resultó en la infracción de la Regla 9.2(c) de las Normas Bursátiles por parte de Marconi.

3. Conclusiones

En su resolución, la FSA establece que las obligaciones periódicas de una compañía cotizada contenidas en las Normas Bursátiles están encaminadas a promover la comunicación al mercado de toda la información relevante en el momento oportuno. La FSA estima que los requisitos de obligación periódica del Capítulo 9 de las Normas Bursátiles son una protección fundamental para los accionistas. La observancia de estas obligaciones periódicas es esencial para el mantenimiento de un mercado de valores ordenado y de la confianza en el sistema financiero.

El Consejo de una compañía cotizada, con el asesoramiento de sus directivos, debe considerar seria y continuamente si se han producido cambios en su situación financiera, en los resultados de sus negocios, o en sus expectativas de

resultados que puedan ser relevantes, de manera que, de hacerse públicos, pudieran afectar de modo significativo a la cotización de sus valores y, por esa razón, deban darse a conocer al mercado conforme a las Normas Bursátiles. En el momento en que dichos cambios estén siendo considerados, una compañía cotizada debería consultar asimismo a sus asesores financieros a la mayor brevedad posible.

El período de tiempo razonable para que una compañía cotizada haga un anuncio bajo las Normas Bursátiles relativo a un cambio en sus expectativas dependerá de todas las circunstancias relevantes de la situación particular. Sin embargo, salvo en circunstancias excepcionales, una compañía cotizada debe otorgar prioridad al cumplimiento de sus obligaciones de información bajo las Normas Bursátiles.

La FSA concluye que Marconi no comunicó a la Oficina de Anuncios Societarios (*Company Announcement Office*) el cambio en sus expectativas de resultados antes de la tarde del 3 de julio de 2001 y, en estas circunstancias, infringió la Regla 9.2(c) de las Normas Bursátiles. La FSA no ha encontrado mala fe por parte de Marconi o sus directivos. No obstante, la FSA ha considerado apropiado dictar una resolución (el 1 de diciembre de 2001 la FSA asumió nuevos poderes bajo la Ley de Mercados y Servicios Financieros del 2000. Las sanciones disciplinarias que la FSA puede imponer por infracciones de las Normas Bursátiles ocurridas a partir del 1 de diciembre de 2001 incluyen multas o resoluciones, pero en relación con aquellas acontecidas antes del 1 de diciembre de 2001 la única sanción es la resolución) sobre esta infracción y llamar la atención sobre las obligaciones de las compañías cotizadas que se encuentren en una posición similar.

Yolanda Azanza

9. IMPLANTACIÓN DE TASAS JUDICIALES

Por medio del artículo 35 de la *Ley 53/2002, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social* (conocida como “Ley de Acompañamiento”), publicada en el BOE de 31 de diciembre de 2002, se ha introducido la denominada “Tasa por el ejercicio de la potestad jurisdiccional en los órdenes civil y contencioso-administrativo”.

De acuerdo con dicha disposición, queda sujeta a esta tasa la presentación de escritos rectores de procedimientos en ambos órdenes jurisdiccionales, esto es, demandas (incluidas las reconventionales y el recurso contencioso-adminis-

trativo), y recursos de apelación, extraordinario por infracción procesal y de casación, siendo sujeto pasivo el promotor del ejercicio de la potestad jurisdiccional, y devengándose la tasa al inicio del trámite correspondiente, debiendo procederse a la autoliquidación. A tal efecto, mediante *Orden HAC/661/2003, de 24 de marzo, por la que se aprueba el modelo de autoliquidación de la tasa por el ejercicio de la potestad jurisdiccional en los órdenes civil y contencioso-administrativo y se determinan el lugar, la forma y los plazos de presentación* (BOE de 26 de marzo de 2003), el Ministerio de Hacienda ha publicado el modelo 696, detallándose los requisitos de presentación, incluida la previsión de la presentación telemática.

Aparte de las exenciones *ratione materiae* (esto es, procedimientos en materia de familia, sucesiones y estado civil de las personas), existen diversas exenciones de carácter subjetivo, que comprenden, principalmente, a todas las personas físicas, así como a las personas jurídicas comprendidas en la categoría de “entidades sin fines lucrativos”, “entidades total o parcialmente exentas en el Impuesto sobre Sociedades” y “entidades de reducida dimensión”. En el artículo segundo del *Real Decreto-Ley 2/2003, de 25 de abril, de Medidas de Reforma Económica* (BOE de 26 de abril de 2003), se detalla que las “empresas de reducida dimensión”, a los efectos de la Ley 43/1995, son aquellas con una cifra de negocios en el período impositivo inmediato anterior inferior a 6 millones de euros.

La cuota tributaria se determinará de acuerdo con un importe fijo, en razón de la clase de procedimiento, y con un importe variable según la cuantía del procedimiento, considerando un valor de 18.000 euros para supuestos de cuantía indeterminada. El primero oscila entre 90 y 600 euros, y el segundo (con un tipo base de 0,5% y un marginal de 0,25%) puede alcanzar hasta un máximo de 6.000 euros.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

10. PROYECTO DE LEY DE TRANSPARENCIA DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

1. Introducción

En lo que constituye, sin lugar a dudas, la toma de posición más relevante en la configuración de un modelo español de gobierno corporativo, el Gobierno remitió al Congreso el Proyecto de Ley 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 (v. BOCG n.º 137-1 de 28 de marzo de 2003; los cambios y enmiendas producidos en el Proyecto pueden consultarse a través de www.congreso.es). La importancia de esta medida radica, como es obvio, en que la persecución de un mejor gobierno societario pasa a una disciplina imperativa, cuyos antecedentes vienen dados por iniciativas que, de forma genérica, se ubican en la denominada autorregulación. También invita a la reflexión el Proyecto de Ley por lo que supone el debate siempre interesante en torno a las relaciones entre el Derecho de sociedades y el de los mercados de valores. Reflexión que habría de abordar la técnica legislativa acogida y, en especial, el hecho de que la regulación societaria se encuadre en la legislación del mercado de valores. Como la propia rúbrica del Proyecto expresa, también debe destacarse que el Gobierno haya considerado conveniente profundizar en el reconocimiento legislativo de la sociedad cotizada como un subtipo de la sociedad anónima.

El de la transparencia es, también en este ámbito, el criterio y objetivo al que dicen servir las medidas adoptadas. Como en el ámbito contractual o contable, se piensa que la condición transparente de las sociedades —en particular aquellas cotizadas— contribuirá a mejorar su funcionamiento, a facilitar el ejercicio de sus derechos por los accionistas y a fomentar el cumplimiento de sus deberes por los administradores.

2. Antecedentes del Proyecto

El Proyecto enuncia su adopción como una consecuencia de diversas medidas encaminadas al mejor gobierno de las sociedades emisoras de valores en España. Así resulta de su Exposición de Motivos en donde nos encontramos con referencias comunitarias (el Informe *Winter*), comparadas y vinculadas con recientes cambios legislativos y “*códigos de buen gobierno*”. A este último respecto obedece la remisión a los cambios que para una mejor administración de las sociedades cotizadas ha supuesto la adopción de la conocida como Ley Financiera (Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero), junto con los trabajos que dieron lugar al Informe Aldama (v. *Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas*, 8 de enero de 2003; sobre su publicación, v. BAILLO, *RDBB* 89, enero-marzo 2003, p. 430). Aparece como criterio legislativo el de la transparencia, objetivo cuyo cumplimiento se considera ahora que no debe depender “*de la libre y voluntaria determinación de las propias empresas destinatarias*”. El Gobierno consideró que debía existir un soporte normativo del deber de transparencia, al que la Comisión Aldama dedicó especial atención: “*La Comisión considera que nuestro sistema*

de transparencia está esencialmente orientado a la información cuantitativa (económica y contable) y a la de impacto más inmediato (hechos relevantes), pero que todavía ha de desarrollarse más en relación a la información cualitativa y, especialmente, en materia de gobierno corporativo. La recomendación en este punto es que se extiendan los deberes de información sobre las estructuras y prácticas de gobierno de cada sociedad y, en general, que se adopten medidas para asegurar la mayor calidad de la información” (v. Informe, cit., p. 13).

3. Publicidad e información de las sociedades cotizadas en la LMV

En primer lugar, se produce una profunda reforma de la Ley del Mercado de Valores, a la que se añade un nuevo Título X, bajo el significativo enunciado “*De las sociedades cotizadas*”. De esta forma, comienza a abrirse paso un régimen especial para este tipo de sociedades destinado a facilitar a todos los interesados en la evolución de su actividad una mejor y más abundante información, en especial sobre la forma en que funcionan y adoptan sus acuerdos los órganos sociales. Pero antes de abordar ese apartado relativo a la información societaria en sentido estricto, el artículo 112 LMV va a suponer una absoluta innovación al exigir la publicidad de los pactos parasociales. Éstos son los pactos cuyo objeto sea el ejercicio del derecho de voto en las Juntas generales o el establecimiento de pactos restrictivos o condicionantes de las acciones u obligaciones convertibles canjeables por ellas. Llama la atención el que no alcance el deber de publicidad a los pactos referidos al Consejo de Administración.

La publicidad consiste en una primera comunicación del pacto a la propia sociedad y a la CNMV. Cualquiera de los firmantes queda legitimado por la Ley para llevarla a cabo. Notificación que abarca la conclusión, la prórroga o cualquier otra modificación del pacto parasocial. Efectuadas esas comunicaciones, se dice que el pacto deberá ser depositado en el Registro Mercantil, echándose de menos una mayor precisión sobre lo que ese depósito implica. La publicidad registral no tiene tanta relevancia si se toma en consideración que, aunque sea de una forma indirecta, el Proyecto de Ley contempla que la CNMV deba dar publicidad al pacto, con carácter general, pues sólo en la medida en que ésta pudiera ocasionar “*un grave daño a la sociedad*”, se dispensará de la publicación del pacto. La falta de comunicación o depósito hará que el pacto no produzca efecto alguno.

El nuevo artículo 113 LMV se refiere a la Junta general, esencialmente para exigir que ésta se dote de su propio reglamento, que también deberá ser objeto de inscripción en el Registro Mercantil, previa comunicación de él a la CNMV. Por su parte, el artículo 115 LMV adopta una similar disciplina con

respecto al Consejo de Administración, que también deberá contar con su propio reglamento “*de normas de régimen interno y de funcionamiento del propio consejo de acuerdo con la Ley y los estatutos, que contendrá las medidas concretas tendentes a garantizar la mejor administración de la sociedad*”. La diferencia radica en que este reglamento no sólo deberá haber sido dictado por el propio Consejo de Administración, sino además ser aprobado por la Junta general.

Por lo que se refiere a la información societaria, las novedades son varias. La primera, la exigencia de la publicación de un informe anual de gobierno corporativo, que también deberá ser comunicado a la CNMV y cuyo contenido y estructura se encomiendan al desarrollo reglamentario del nuevo artículo 116 LMV. Es justo indicar que la publicación de tal informe ya venía siendo realizada por las más importantes sociedades cotizadas españolas. A la CNMV se atribuye además como una nueva competencia la consistente en “*el seguimiento de las reglas de buen gobierno*”.

En segundo lugar, el artículo 117 LMV aborda el más que interesante punto de la difusión de información societaria a través de los nuevos medios tecnológicos, entre los que destaca *internet*. Es de subrayar el nuevo deber legal consistente en la inmediata adopción por cada sociedad cotizada de una página *web*, cuyos destinatarios serán tanto los accionistas como los posibles inversores y el mercado. También en este punto se anuncia una actividad reglamentaria, que facilitará el cumplimiento de este deber, que según dice el último apartado del citado precepto, será competencia del Consejo de Administración. Se refuerzan los deberes informativos por la incorporación como nuevas infracciones de las constituidas por el incumplimiento de cualquiera de estas dos obligaciones informativas.

4. Reforma de la LSA: voto a distancia y ampliación del derecho de información

El segundo bloque de la reforma propuesta viene integrado por una no menos trascendente modificación de algunas de las disposiciones tradicionales en el funcionamiento de la Junta general o del órgano de administración en la sociedad anónima. Son nuevas disposiciones que, de un lado, fortalecen los derechos de participación de los accionistas y, de otro, precisan el régimen aplicable a los administradores, enunciando de manera pormenorizada los deberes que han de observar en el ejercicio del cargo y alterando el régimen de su responsabilidad.

Se propone que el artículo 105 LSA (*Limitaciones de los derechos de asistencia y voto*) tenga un nuevo apartado 4. Es cuestionable la solución legis-

lativa, puesto que en un precepto destinado a la limitación de los derechos de asistencia y voto, se introduce una medida destinada a facilitar precisamente el ejercicio de ese último derecho. En definitiva, lo que se viene a aceptar es la validez de cualquier forma de voto del accionista ausente, “*mediante correspondencia postal o electrónica*”, siempre que existan procedimientos que permitan asegurar su identidad. Es una medida revolucionaria en el entorno de las grandes sociedades cotizadas en las que, como es sabido, los accionistas individuales suelen adoptar un común y mayoritario abstencionismo con vistas a participar en la formación de la voluntad social. Lo es también por cuanto, con independencia de que su utilización sea mayor o menor, pone en cuestión el actual modelo en virtud del cual el control de la Junta general lo detentan los administradores a través de la solicitud pública de representación, permitiendo el planteamiento normativo, de forma que los que debieran ser objeto de censura por los accionistas disponen de ser jueces de su propia actuación. De entre las distintas fórmulas que han de permitir el voto del accionista ausente, *internet* se perfila como la de mayor alcance. Con esta reforma, el ordenamiento español sigue las innovaciones ya advertidas en la experiencia comparada.

También enlaza con el núcleo de los derechos del accionista la radical reforma que se ha hecho del artículo 112 LSA (*Derecho de información*), consagrado al derecho de información. Son varias las reglas adoptadas. La solicitud de informes o aclaraciones previas a la Junta general podrá hacerse hasta el quinto día anterior al previsto para la celebración de la Junta. La Ley deberá precisar si para ese cómputo se toma en cuenta la fecha prevista para la primera o segunda convocatoria, sobre todo atendiendo a la frecuente postergación para esa segunda fecha de la celebración de la Junta de las sociedades cotizadas. Para éstas, el ámbito objetivo de la sociedad se amplía de una forma muy considerable y más allá del orden del día de la Junta, puesto que la solicitud podrá referirse a toda información facilitada a la CNMV desde la celebración de la última Junta general. Si tomamos en consideración que la notificación de hechos relevantes puede llegar a ser cotidiana en el caso de algunas de las principales sociedades cotizadas, habrá de concluirse que el derecho de información del accionista se ha visto sensiblemente ampliado y que desaparece, por lo tanto, el orden del día como límite al mismo.

Por lo que se refiere al derecho de información en el marco de la Junta general, las solicitudes que los accionistas planteen acerca de asuntos comprendidos en el orden del día deberán ser atendidas en el marco de la propia Junta o, y aquí radica la novedad, facilitada por escrito al accionista en el plazo de siete días desde la terminación de la Junta.

El inciso final del vigente artículo 112.1 LSA pasa a ser, con pequeños cambios, un nuevo apartado 3 al tiempo que el actual apartado 2 se convierte en apartado 4.

Donde el Proyecto de Ley comporta una fundamental modificación del régimen actual es en la ampliación de los deberes exigibles a los administradores. La influencia en este punto del Informe Aldama resulta especialmente notable y ha supuesto que la tradicional enunciación de la diligencia y lealtad como deberes genéricos de todo administrador societario se vea reemplazada por una enumeración más detallada de las normas de comportamiento exigibles a esos administradores. Se trata, en todo caso, de una reforma de esta materia de alcance general, puesto que los deberes enunciados en el nuevo artículo 127 y en los sucesivos artículos 127 bis, 127 ter y 127 quáter son aplicables a toda sociedad anónima.

El artículo 127.1 LSA no sufre variación en la genérica proclama de que todo administrador deberá desempeñar su cargo “*con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal*”. Su apartado 2 se ve sustituido, al desplazar el deber de secreto al nuevo art. 127 quáter y dedicar el citado apartado a la concreción del deber de diligencia (v. *Informe Aldama*, pp. 25-26). Lo que dice ahora ese precepto es que cada administrador “*deberá informarse diligentemente sobre la marcha de la sociedad*”. Con ello se persigue descartar como una práctica admisible la del administrador pasivo y silente, que se limita a participar en las reuniones a las que es convocado y aceptar como válida y suficiente la información que allí se facilita, sin ejercitar en momento alguno el derecho y deber de información sobre la marcha de la sociedad que debe caracterizar a cualquier gestor diligente.

Entra en juego a continuación el deber de fidelidad, tipificado como el cumplimiento por los administradores de sus deberes legales y estatutarios “*con fidelidad al interés social, entendido como interés común a todos los socios*” (art. 127 bis). No puede pasar desapercibido el paso que ha dado el legislador al incorporar el interés social con un concreto contenido, que deberá zanjar la polémica que tradicionalmente ha venido rodeando el entendimiento de lo que constituye el interés social. La postura adoptada por la Ley de Sociedades Anónimas engarza con la definición que de ese mismo concepto había hecho nuestra jurisprudencia a partir de una concepción contractualista de la sociedad anónima.

El deber de lealtad de los administradores se analizaba con detalle en el Informe Aldama, que denunciaba el carácter genérico y abstracto que este deber tiene en el art. 127 LSA, lo que debería llevar a una concreción de las obligaciones básicas derivadas del principio general de lealtad. Las sugerencias que en aquel Informe se realizaban en esa dirección han sido acogidas por el artículo 127 ter que regula categorías tan relevantes como la referida a las oportunidades de negocio, a situaciones de conflicto de interés, al aprovechamiento de la posición de administrador para obtener ventajas patrimoniales, todas ellas desgra-

nadas en los tres primeros apartados de dicho precepto. El apartado 4 y último aborda el problema clásico de la concurrencia del administrador con la sociedad. El deber de los administradores tiene en este caso un contenido esencialmente informativo, puesto que se les obliga a informar a la sociedad y cualesquiera participaciones que tuvieran en sociedades competidoras o la condición de consejero o apoderado en ellas. Esa información deberá incluirse en la Memoria, lo que parece razonable, como medida que deberá permitir el conocimiento a cualquier accionista de esa situación de competencia que afecta a un administrador y, en consecuencia, el ejercicio de la facultad de petición de cese del administrador (art. 132.2 LSA).

Como ya se señaló, el deber de secreto ha pasado a ser objeto de desglose en un nuevo artículo 127 quáter. De nuevo aparece la defensa del interés social como el criterio que justifica la exigencia de un deber de secreto y reserva de los administradores, con la excepción de aquellas informaciones que por razones legales o de supervisión los administradores estén obligados a transmitir. Se contempla la operatividad del deber de secreto en el caso de administrador persona jurídica. Dicho deber recae sobre el administrador de ésta.

No menos innovadora resulta la revisión operada en el artículo 133 LSA, en materia de responsabilidad de los administradores. Para empezar, se consideran como actos generadores de responsabilidad todos aquellos en donde se produce el incumplimiento de alguno de los deberes legalmente exigidos para el desempeño del cargo. Ya no está limitada la responsabilidad a los actos realizados sin la debida diligencia. El criterio subjetivo de responsabilidad ha cambiado radicalmente pues frente a la solución en vigor que determina que solo pueda considerarse responsable a quien es formalmente administrador de la sociedad, el nuevo artículo 133 LSA se adentra en la distinción consolidada en nuestro Código penal, entre administradores de hecho o de derecho o en la circunstancia de ostentar cargos de dirección o representación. A todos ellos se les atribuye un común régimen de responsabilidad frente a accionistas y acreedores. Probablemente la reforma persigue una solución más justa a la hora de permitir el ejercicio de la acción de responsabilidad a personas que sin ser formalmente administradores, son de hecho los auténticos gestores y representantes de la sociedad. Sin embargo, esa loable intención puede verse defraudada por la solución legislativa, pues es evidente que la legitimación pasiva de demandados que no sean administradores va a depender de un presupuesto de hecho que, en no pocas ocasiones, resultará difícil acreditar. El mejor y más sencillo ejemplo nos lo ofrece el del administrador de hecho.

También resulta muy sugerente la acción de responsabilidad que pasa a autorizar el art. 133.3 LSA, por el que se permite a los accionistas y acreedores de una sociedad filial el ejercicio de la acción de responsabilidad social contra

los administradores de la dominante, siempre que éstos hubieren impartido instrucciones a los administradores de la filial lesivos para aquellos en la realización de actos contrarios a la Ley y a los estatutos.

Una vez que el Proyecto se apruebe, las sociedades cotizadas contarán con un plazo de seis meses para su adaptación a esta nueva Ley, que se producirá al día siguiente de la publicación de la misma en el BOE.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

11. LA SUPERVISIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS EN LA UNIÓN EUROPEA: LA DIRECTIVA 2002/87/CE

1. Damos noticia de la Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de diciembre de 2002 “relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero y por la que se modifican las Directivas 73/239/CEE, 79/267/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE y 93/22/CEE del Consejo y las Directivas 98/78/CE y 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo”. Esta Directiva entró en vigor el día de su publicación en el DOCE, que se produjo el 11 de febrero de 2003 (art. 33) y obliga a los Estados miembros —que son sus destinatarios (art. 34)— a poner en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas pertinentes antes del 11 de agosto de 2004, aplicándolas a la supervisión de cuentas de los ejercicios que comienzan el 1 de enero de 2005 o con posterioridad (art. 32).

2. Con esta Directiva se quiere dar respuesta a la evolución que han experimentado los grupos financieros en los últimos años, en los que, en una progresión imparable hacia el capitalismo molecular, han surgido agrupaciones de entidades financieras cada vez más extensas por razones estratégicas de optimización del beneficio. En este sentido, la integración financiera funcional ha estado impulsada por las ventajas que ofrece a los intermediarios el aprovechamiento de las sinergias y economías de escala (ver nuestro reciente artículo sobre “Integración y competencia de los mercados de valores europeos: la carrera hacia la excelencia o hacia la tolerancia”, en la *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, n.º 8, marzo 2003, p. 41 y ss.). Fruto de estas ventajas, se ha acelerado el proceso de integración estructural de los intermediarios financieros en grupos, en el que cabe distinguir tres grandes fases:

- La primera es de integración en grupos de entidades financieras con actividades homogéneas, tales como los grupos de entidades de crédi-

to o de empresas de inversión. Se produce en esta primera fase una progresión cuantitativa por el número de entidades integradas.

- La segunda fase es de integración en grupos de entidades financieras con actividades heterogéneas pero compatibles desde el punto de vista financiero y contable, esto es, grupos consolidables como pueden ser los integrados por entidades de crédito y por empresas de inversión. Nos encontramos ante un primer salto cualitativo.
- La tercera fase es de integración en grupos de entidades financieras con actividades heterogéneas que, siendo compatibles desde el punto de vista financiero porque permiten beneficiarse de sinergias, no son compatibles desde el punto de vista contable. Se trata de grupos integrados por entidades de crédito, empresas de inversión y entidades aseguradoras. La presencia de estas últimas con sus peculiaridades contables (por ejemplo, las provisiones técnicas) provoca importantes distorsiones en la consolidación contable y, consiguientemente, en la capacidad de evaluación del riesgo y en la supervisión de los mismos. En este último caso nos encontramos con los denominados, en sentido propio, grupos financieros transectoriales o conglomerados financieros.

3. La aparición y desarrollo creciente de estos últimos conglomerados ha puesto de manifiesto las carencias de la legislación comunitaria que —según se indica en los considerandos 1 y 2 de la Directiva— contaba con un conjunto completo de normas que permitían la supervisión prudencial de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión tanto consideradas individualmente como en grupos con actividades homogéneas; pero que no alcanzaba a los grupos con actividades heterogéneas, por lo que se ha hecho precisa una regulación específica de la supervisión adicional de estos últimos conglomerados, propósito al que sirve la Directiva 2002/87/CE de la que damos noticia (cfr. nuestro artículo sobre “La integración y el control público de los mercados financieros”, en la *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, n.º 4, noviembre 2001, p. 61 y ss.).

4. Lógicamente, la Directiva empieza por aclarar el concepto de “conglomerado financiero” que define en el apartado 14 de su art. 2, conforme al cual se considerará como tal conglomerado a un grupo de empresas compuesto por una matriz y sus filiales y participadas o vinculadas en el sentido del art. 12.1 de la Directiva 83/349/CE encabezado por una entidad financiera (entidad de crédito, empresa de seguros o empresa de inversión) o por otra entidad no financiera (siempre que las actividades del grupo se desarrollen principalmente en el sector financiero en el sentido del art. 3 de la Directiva que establece los “umbrales para identificar la condición de conglomerado financiero”) en el que

convivan entidades pertenecientes al sector de seguros y al sector bancario o de servicios de inversión (cfr. nuestro trabajo sobre “Los grupos de entidades financieras en el Derecho Español” en los *Estudios de Derecho Mercantil Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*, Valencia, 1995, tomo III, p. 3696 y ss.). Es éste último factor de heterogeneidad de las entidades integradas —por implicación de las empresas de seguros en grupos de entidades de crédito o de empresas de inversión— el característico de los conglomerados, de su “transectorialidad”. Serán las autoridades competentes que hayan autorizado a las entidades financieras integradas en el conglomerado las que identificarán al mismo, estableciéndose deberes específicos de colaboración en el art. 4 de la Directiva.

5. Una vez identificado el conglomerado financiero, la Directiva proyecta sobre él mismo la supervisión adicional en dos sentidos:

- Primero, en un sentido subjetivo sobre la entidad que encabece el conglomerado (art. 5).
- Segundo, con un alcance objetivo que se refiere a tres aspectos: la adecuación del capital de las entidades financieras reguladas del conglomerado financiero (art. 6), la concentración de riesgos en aquellas entidades (art. 7) y las operaciones intragrupo de las mismas (art. 8).

Para garantizar dicha supervisión adicional, los Estados miembros exigirán que las entidades financieras reguladas cuenten con procesos de gestión de riesgos y mecanismos de control interno adecuados a nivel de conglomerado financiero (art. 9).

6. La efectividad de la supervisión adicional de los conglomerados financieros exige reforzar la coordinación entre autoridades competentes de la supervisión de las distintas entidades financieras integradas en aquellos. Para ello y dentro de las “medidas para facilitar la supervisión adicional” previstas en la Sección 3 del Capítulo II de la Directiva, destaca el nombramiento de un coordinador único, responsable de la coordinación y el ejercicio de la supervisión adicional, designado de entre las autoridades competentes de los Estados miembros interesados (art. 10). Este coordinador desarrollará las funciones específicas de supervisión adicional de los conglomerados financieros mediante la recopilación y difusión de la información pertinente, la supervisión general y la evaluación de la situación financiera de aquellos, la evaluación del cumplimiento de las normas específicas de adecuación de capital, concentración de riesgos y operaciones intragrupo, evaluación de la estructura, organización y sistemas de control interno de cada conglomerado, la planificación y coordinación de las actividades de supervisión en situaciones de emergencia, etc. (art. 11). Por otra parte, la supervisión adicional de los conglomerados financieros

obliga a adaptar las normas generales sobre cooperación e intercambio de información entre autoridades competentes (art. 12), acceso a la información (art. 14), verificación (art. 15), medidas de ejecución (art. 16) y competencias adicionales de las autoridades estatales (art. 17); así como contemplar los supuestos de conglomerados financieros cuyas empresas matrices estén situadas fuera de la Comunidad (arts. 18 y 19).

7. Según se deduce de su extenso título, la Directiva 2002/87/CE, tras establecer los mecanismos de supervisión adicional de los conglomerados financieros, modifica varias Directivas para adaptarlas a las nuevas exigencias de supervisión adicional. En concreto, tales modificaciones se contienen en el Capítulo IV y afectan a Directivas de los tres sectores en que se divide el mercado financiero comunitario:

- Directivas sobre empresas de seguros, tanto de no vida (así, el art. 22 modifica la Directiva 73/239/CEE y el art. 24 modifica la Directiva 92/49/CEE) como de vida (así, el art. 23 modifica la Directiva 79/267/CEE y el art. 25 modifica la Directiva 92/96/CEE) o comunes (así, el art. 28 modifica la Directiva 98/78/CE).
- Directivas sobre empresas de inversión (así, el art. 26 modifica la Directiva 93/6/CEE y el art. 27 modifica la Directiva 93/22/CEE).
- Directivas sobre entidades de crédito (así, el art. 29 modifica la Directiva 2000/12/CE).

8. En conclusión, nos encontramos ante una Directiva de gran importancia práctica que refleja la creciente complejidad de los grupos financieros y la necesidad de dar respuesta a los interrogantes sobre la solvencia de esos conglomerados cada vez más complejos. En todo caso y desde el punto de vista formal sería muy de agradecer que se realizaran versiones consolidadas de las Directivas financieras modificadas para que los operadores jurídicos pudieran contar con textos claros y seguros.

Alberto J. Tapia Hermida

12. PRIMER SEMINARIO HARVARD-COMPLUTENSE DE DERECHO DE LOS NEGOCIOS (“LA PROTECCIÓN DEL ACCIONISTA INVERSOR EN LOS MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES Y LA EXPERIENCIA ESTADOUNIDENSE”)

Organización y objetivos del Seminario

El pasado mes de marzo se celebró el “First Harvard-Complutense Seminar on Business Law” en el Real Colegio Complutense (RCC), establecido en Cambridge (Massachussets), en cooperación con la Universidad de Harvard, durante los días 17 a 19, con el título “INVESTOR PROTECTION IN SPANISH MARKETS AND THE U.S. EXPERIENCE”, organizado por el RCC, con la siempre inestimable ayuda de su Director, el Profesor Angel SÁENZ BADILLOS, y con la colaboración del Departamento de Derecho Mercantil de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense y del European Law Research Center de la Harvard Law School (ELRC), a través de su Director, el Profesor David KENNEDY. Para el posible desarrollo del Seminario se contó con el patrocinio de la Funcación ICO, Garrigues Abogados y Asesores Tributarios y Allen & Overy.

Se pretendía, cumpliéndose los objetivos, abordar las cuestiones más relevantes y actuales de la regulación del Derecho de sociedades y del Derecho de los mercados de valores, desde un enfoque de Derecho comparado, examinando la experiencia norteamericana para analizar la situación europea —a través de las propuestas existentes a nivel europeo como las alternativas que se estaban barajando en el ordenamiento español, tanto de Derecho proyectado como desde la normativa vigente—.

Si bien durante el seminario se trataron diversos temas: Corporate Governance, la figura del auditor, las concretas medidas de protección del inversor o la regulación actual y proyectada de las OPAs y las OPVs, el objetivo del seminario giraba en torno a la protección del accionista inversor, frente a los distintos intereses que confluyen en las sociedades y en los mercados de valores. En virtud de ello, todos los ponentes ofrecieron algunas medidas que permitieran la adecuada y eficiente mejora de la posición del inversor, sin soslayar la dificultad de conjugar la misma con la forma de legislar, los intereses de los grupos de poder en las sociedades, y el libre mercado.

Contenido y desarrollo del Seminario

El Seminario comenzó con una conferencia de carácter introductorio del Profesor Dan DANIELSEN de la Northeastern University School of Law, titu-

lada “Fundamentals of U.S. Law regarding Listed Companies” (“Fundamentos del Derecho norteamericano en relación con las sociedades cotizadas”), y que desde una perspectiva general describió las notas fundamentales de la regulación del mercado de valores y de protección del inversor en el ordenamiento norteamericano, describiendo las principales instituciones y los mecanismos de control.

A partir de la citada conferencia, de carácter más general, el seminario se desarrolló alrededor de cuatro grupos temáticos fundamentales: la problemática del “Corporate Governance” —con las conferencias de los Profesores Carmen ALONSO LEDESMA y Luis FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, ambos Catedráticos de la Universidad Complutense; las consecuencias que las más importantes crisis empresariales, representadas por el caso Enron, tienen, en la posición del socio inversor, incluyendo algunas medidas y mecanismos de protección— a través de las conferencias del Profesor Luis FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y del Profesor de la Harvard Law School John C. COATES; la posición del auditor, con las ponencias del Profesor Juan SÁNCHEZ-CALERO, Catedrático de la Universidad Complutense, y del Bemis Profesor de la Harvard Law School Detlev F. VAGTS; y por último la importancia de la reforma del régimen jurídico europeo de ofertas públicas de compra y de las de venta de acciones —a través de las ponencias de los Profesores Alejandro FERNÁNDEZ DE ARAOZ e Íñigo GÓMEZ JORDANA, ambos de la Universidad Complutense—, como intento de regulación de uno de los ámbitos más importantes de protección del inversor, y como exigencia de una pretendida integración de los mercados de valores europeos, que determina la armonización de todos ellos que, sin perjuicio de la exigible competencia entre los mismos, permita unas condiciones homogéneas.

Comenzando por la problemática del Gobierno Corporativo, las conferencias impartidas por los Profesores ALONSO LEDESMA, “The Reform of Corporate Law” (“La reforma del Derecho de Sociedades”) y FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, “Corporate Governance”, pusieron de manifiesto la necesidad de combinar adecuadamente Derecho de Sociedades y Derecho del Mercado de Valores como fuentes reguladoras de los sistemas de protección del accionariado inversor. Del mismo modo plantearon la oportunidad o no de dejar a la “autorregulación”, en perjuicio de la Ley, la solución de los problemas que el Gobierno Corporativo plantea, abogando por una intervención más decidida del legislador, que no sea óbice para que se dé una adecuada integración entre la normativa correspondiente y las necesidades derivadas de cada una de las estructuras societarias, en virtud de la existencia de unas reglas de actuación determinadas que permitan, a través de justificadas desviaciones, conjugar la seguridad jurídica de un marco normativo de mínimos y la libre voluntad en la configuración del régimen del gobierno de cada sociedad.

Tomando como punto de partida las conclusiones de la Comisión especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados financieros y las sociedades cotizadas (Informe “Aldama”), el Profesor FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, en su conferencia titulada “Corporate Governance” (“Gobierno Corporativo”) analiza la importancia que la internacionalización de los mercados, la consagración del paradigma del valor del accionista como medida de la actual administración, y la existencia de grandes conglomerados han tenido en la expansión de los códigos de conducta, como expresión de una cultura empresarial nacida a caballo entre la ética y la eficiencia económica, y del declive del papel del legislador como ingeniero social.

Describe el Prof. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA las dos fases en que podría dividirse el camino seguido por la reforma del Gobierno Corporativo. La primera sería respuesta a la oleada de escándalos financieros, y tiene su apoyo en las tesis gerencialistas, que confían al equipo ejecutivo la tarea de coordinar la gestión de las empresas. Más tarde, estas tesis se sustituirían por planteamientos financieros, en términos de rentabilización de la independencia. La segunda fase, que coincidiría con el cambio de siglo, y que tendría su expresión en textos como el TUF italiano (*Testo Unico della Finanza*) y la Ley alemana sobre el control y la transparencia de las empresas (*KonTraG*), intenta retornar al imperio de la Ley, afirmando que la presunción de que el mercado es suficiente no se corresponde con la realidad.

Sin embargo el fracaso de los controles internos y el surgimiento de nuevos escándalos financieros pone de manifiesto la dificultad de “complementar” autorregulación y reforma legislativa.

Señaló el Prof. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA que los Códigos de conducta han fallado debido tanto a un problema de falta de “pedagogía” como de déficit de la técnica (“anclaje normativo”) de la autorregulación, y analiza tanto los presupuestos de la “propuesta” Aldama, como el contenido del Informe. Respecto a los presupuestos pone de manifiesto la constatación de que el Consejo de Administración de las sociedades cotizadas cumple de forma insatisfactoria sus funciones, y se parte de la convicción de que el Informe Olivencia ha fracasado y debe elaborarse otro. En cuanto al contenido señala el ponente el carácter continuista respecto al Informe Olivencia y la importancia de la “transparencia” como principio informador, pero sin dejar de señalar alguno de los elementos de ruptura con el Informe Olivencia, y que hacen especial referencia a la “reactivación de la Junta General”. Frente a ello, propone el ponente la existencia de un código de conducta preestablecido o estándar que permita dotar de cierta seguridad jurídica a todos los inversores, pero que a su vez venga acompañado de la facultad de apartarse del mismo, eso sí, informando y justificando las razones de tal decisión, lo que generaría la adecuada transparencia y homogeneidad.

Por último concluye con una crítica al Informe Aldama, señalando que quizá se haya dado un fallo metodológico, pues debería haber estado precedido de una reforma legislativa, y sólo después, y dentro de ella, haberse realizado una reforma del Gobierno Corporativo.

Amparada en los últimos informes existentes —Informe Winter y la Propuesta SLIM— y las últimas reformas legislativas introducidas en los países de nuestro entorno —Derecho italiano—, la Profesora ALONSO LEDESMA en su conferencia “The Reform of Corporate Law” (La Reforma del Derecho de Sociedades), ahondó en los problemas derivados de la existencia, en nuestro ordenamiento, de un Derecho de sociedades que ha dejado a la autorregulación importantes problemas y la falta de adecuación entre el Derecho vigente y la realidad existente. Así, y tras una exposición del contenido de los ya mencionados Informe Winter y de la Propuesta SLIM —éste con las notables alteraciones que sobre el régimen del capital contienen, de modo similar a lo recogido en la reciente reforma del Derecho italiano—, choca la falta de favor que la Propuesta de Código de Sociedades ha recibido, o la existencia de meras recomendaciones que se contienen en el Informe Aldama. Al análisis de éste se dedica la parte central de su conferencia, y en especial a la publicidad que se recomienda para los pactos parasociales. Recoge la ponente algunos problemas que plantea esta propuesta: si han de hacerse públicos como una obligación de los socios que los configuran, no es entendible que ello se regule como cumplimiento de la normativa del mercado de valores y no de la normativa correspondiente del Derecho Sociedades; o cuáles serán las sanciones ante el incumplimiento de la publicidad que se exige, la nulidad de los citados acuerdos, la falta de exigibilidad de los mismos, etc.; e igualmente a través de qué mecanismos se les dará publicidad, con qué contenido y para quién se ofrecerá ésta.

Como pieza básica del sistema de protección del inversor, se recogió la necesidad de potenciar notablemente el derecho de información del accionista, a través de medidas de reactivación de la Junta, con la exigencia de un Reglamento de la misma, y el constante suministro de información a los accionistas; que si bien es correcto la exigencia de una página web para facilitar la relación con los socios, y el acceso de éstos a la información relevante de la sociedad, sería exigible algún control sobre su contenido, que permitiera determinar la correspondencia entre la información que allí se recoge y la real, a efectos de posibilitar la adecuada y correcta formación de la voluntad de los socios a la hora de ejercer sus derechos.

Por último, la Profesora ALONSO LEDESMA echaba de menos una regulación sustancial de los Grupos de sociedades que permita normalizar de una vez la situación de tales estructuras económicas que bajo regulaciones parciales, sectoriales y no homogéneas, generan situaciones de inseguridad jurídica,

con importantes efectos económicos. Del mismo modo, también se instaba a regular el sometimiento a la Junta General de determinadas decisiones sobre el negocio, que permitan no dejar al arbitrio de los órganos de administración la entera disposición del patrimonio empresarial.

Después de este grupo temático, el del *Corporate Governance*, el segundo problema que se trató en el seminario hace referencia a los concretos medios de protección del socio inversor. Este fue el objeto de las ponencias de los Profesores John COATES, titulada “Private Remedies for Investors under U.S. Law: Class Actions and Shareholders Derivative Suits” (“Protección judicial del accionista inversor en el Derecho norteamericano: acciones colectivas y acciones «derivativas» de los accionistas”), y del Profesor FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, “Investor Protection Systems” (“Sistemas de Protección del Inversor”), si bien desde distintos puntos de vista. Así, el Profesor COATES analizó la protección del accionista inversor desde la perspectiva de su tutela judicial. Analizó las diferentes acciones que puede ejercer el accionista para reivindicar sus intereses en la empresa, distinguiendo entre la *direct action* y la *derivative action*. Destacó la mayor importancia que esta última acción tiene como principal modo en que el accionista puede luchar por sus intereses y reclamar el cumplimiento de los deberes de diligencia del órgano de administración, y ello porque, si bien en la práctica no es fácil determinar qué acción debe ejercitarse ya que, en principio, una misma pretensión pueda entenderse por los tribunales como que debe ser satisfecha ejercitando cualquiera de las dos acciones, es cierto que el accionista no puede “escapar” a las restricciones de la acción “derivativa” alegando únicamente que fue directamente perjudicado cuando el valor de sus acciones cayó debido a una vulneración del deber de diligencia de la compañía. Tras analizar los posibles fundamentos de ambas acciones, así como la jurisdicción competente, destacó el Profesor COATES el importante papel, dada la dificultad que el correcto “enfoque” de cada una de las pretensiones del accionista inversor tiene, de los abogados en la realidad de la *Corporate Litigation*, no sólo por su posición en el sistema de protección del inversor frente a los grupos de poder, como defensor de los derechos de él mismo, sino por la influencia que su participación genera en los costes de las sociedades, ya que al no existir condena en costas y aceptarse la denominada cuota litis, se produce, a veces, el litigio sin ostentar justificación suficiente, sometiendo a los equipos de gobierno de las sociedades a reclamaciones abusivas, con la consiguiente incidencia del coste de los seguros de responsabilidad civil correspondientes.

Por su parte, el Profesor FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, destacó la figura del inversor como uno de los ejes sobre los que se mueve, o debe moverse toda reforma, tanto del mercado de valores, como del gobierno corporativo (destaca así que una de las premisas en las que se basa todo el fenómeno del

gobierno corporativo, y la necesidad de regulación es precisamente la de “hacer triunfar la causa del inversor, maximizando el valor de la acción”). Sin embargo, a diferencia de la visión “procedimental” dada por el Profesor COATES, el Profesor FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA analizó los mecanismos, que tanto en el Derecho de Sociedades, como el del Mercado de Valores, están destinados a la protección del accionista inversor. Tras un repaso al derecho vigente, en torno a las concretas medidas existentes, y dentro de los mecanismos jurídicos de protección del inversor que pueden encontrarse en el Derecho de sociedades, el Prof. DE LA GÁNDARA abogó por la conveniencia de “reactivar” el papel de la Junta General, en el control del órgano de administración, flexibilizando las normas de convocatoria, orden del día, propuestas de acuerdo, incentivar la transparencia de la sociedad, así como dotar de los mecanismos oportunos para el adecuado control de la realidad de la información que se proporciona, incluyendo la exigencia de una mayor información previa a la celebración de la Junta General.

La segunda de las conferencias del Prof. COATS, titulada “The influence of the Enron Case on the Future of the Regulation of the Securities Markets in the U.S.” (“La influencia del Caso Enron en el futuro de la regulación del mercado de valores en Estados Unidos”), expuso, de manera descriptiva, las causas que provocaron la crisis de “Enron”, y las reacciones que siguieron, tanto a nivel político como legislativo. Hizo especial referencia a la *Sarbanes-Oxley Act* de julio de 2002, como una de las consecuencias legislativas de los escándalos económicos como el de Enron, y expuso la situación en que habían de quedar las relaciones entre los comités de auditoría y los auditores externos, para una consecuente independencia de estos últimos.

Esta última conferencia sirve de pórtico al tercer grupo de problemas analizado en el seminario, esto es, las consecuencias de las grandes crisis empresariales en la posición del auditor. Dos son las ponencias que trataron el tema. El Profesor SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, con la conferencia titulada “The Auditor’s Function within Listed Companies” (“La función del auditor de cuentas en las sociedades cotizadas”), y el Profesor Detlev F. VAGTS, con la ponencia “The Consequences of the Enron Case for the Auditor’s Position” (“Las consecuencias del caso Enron en la posición del auditor”). El Profesor SÁNCHEZ-CALERO señaló la especial importancia que tienen los auditores en las sociedades cotizadas debido tanto a su función, no tanto de instrumento de verificación de las cuentas anuales, como de garantía de intereses más amplios vinculados con el correcto funcionamiento del mercado en el que participa la sociedad auditada, como a su relación con los organismos supervisores, en la que se establece un deber de colaboración, que si bien no se agota en una “suerte de sujeción especial” sí condiciona la labor del auditor. Señala el Profesor SÁNCHEZ-CALERO la importancia que la interpretación del art. 209.1.b)

LSA tiene a la hora de definir la función del auditor. De su simple lectura podría deducirse que se reclama al auditor que informe sobre hechos susceptibles de afectar a un valor incierto, en la medida en que exige la inclusión en el informe de auditoría de “observaciones sobre cualquier hecho que hubiera comprobado, cuando éste suponga un riesgo para la situación financiera de la entidad”. Relevante a estos efectos es conocer si la función del auditor queda únicamente en ser revisora e informativa o más bien verificadora de la contabilidad de la sociedad. En cualquier caso, se expuso que se ha de partir de que la información que obtiene el auditor es la que le es facilitada por terceros, y que le es imposible conocer toda la información generada por una sociedad; a la par que no debe olvidarse que el auditor no es quien formula las cuentas anuales, sino los administradores, y son ellos los que adoptan las decisiones a la hora de recoger los hechos relevantes contablemente. El Profesor SÁNCHEZ-CALERO pone de manifiesto la complicada misión que se impone al auditor de una sociedad cotizada, en la medida en que al “alertar sobre la existencia de dificultades”, no puede desconocer los efectos inmediatos que esa noticia pudiera tener sobre la cotización. Ahora bien, al dejar de hacerlo se abre la posibilidad de que se invoque el artículo señalado para atribuir al auditor responsabilidad. Precisamente en lo referente a la responsabilidad del auditor señaló el ponente la confusión, ya denunciada en cuanto al correcto entendimiento de cuál sea la función del auditor, que el propio régimen de responsabilidad civil tiene, criticando la falta de exigencia de un presupuesto tan elemental como la relación de causalidad, derivado de la existencia frecuente en la praxis de pretensiones de responsabilidad civil que se conectan a hechos que han ocasionado una responsabilidad administrativa, así como el abuso que en la jurisdicción penal, y en el ámbito de los procedimientos derivados de crisis empresariales, se hace de los criterios que permiten exigir responsabilidad civil.

Por último, el ponente analizó de manera resumida la respuesta que en el ámbito del Gobierno Corporativo se ha dado a la problemática de los auditores, considerando poco acertado, o cuanto menos sorprendente, que la creación de una Comisión del Consejo de Administración —cuya función principal sería “*evaluar el sistema de verificación contable de la sociedad, velar por la independencia del auditor externo y revisar el sistema de control interno*” (apartado 11 del Código Olivencia)— se aborde en la regulación del mercado y no en la legislación societaria, y sin permitir que “las urgencias por ofrecer una reacción normativa a situaciones conflictivas lleven a desprestigiar la necesidad de una mayor coordinación entre el Derecho societario y el de los mercados de valores”.

Por su parte el Profesor VAGTS, tras una introducción sobre el impacto que casos como el de “Enron” o “Worldcom” han tenido a nivel internacional en la figura del auditor, y partiendo de lo establecido en la *Sarbanes-Oxley Act*

de julio de 2002, como una de las reacciones que tales escándalos han tenido desde el punto de vista legislativo, analiza el tema de la independencia del auditor. Precisamente las normas nacidas en desarrollo de la *Sarbanes Oxley Act* van orientadas a fortalecer esa independencia dando una nueva regulación de la constitución de Comités de auditorías (*Audit Committee*). Analizó el ponente la figura del *Public Accounting Oversight Board* y tras hacer un repaso de cuáles han sido históricamente las relaciones entre auditores y SEC (poniendo de manifiesto una idea ya tratada por el Profesor Sánchez-Calero, y que incide en el diferente tratamiento que requiere la auditoría de sociedades cotizadas), analizó los aspectos internacionales de la *Sarbanes-Oxley Act*, dado que ésta debe aplicarse a sociedades extranjeras que coticen en EE.UU., y cómo se ven afectados tanto los auditores extranjeros (en este sentido debe señalarse la recomendación que las Reglas de la SEC de 29 de agosto de 2003 en desarrollo de la *Sarbanes-Oxley Act* establecen sobre la creación de un Comité interno (*Disclosure Committee*), como los abogados. Respecto a estos últimos señaló el Profesor que la propuesta de regulación de la SEC obligaría a los abogados extranjeros a informar a los directivos de la empresa cliente cuando se tenga la creencia razonable de que la empresa ha infringido materialmente la legislación sobre mercado de valores; y si éstos no responden de manera adecuada a la información suministrada a presentar ante la SEC, la renuncia a seguir prestando sus servicios.

El último grupo de conferencias giraron en torno a la importancia de la reforma del régimen jurídico europeo de ofertas públicas de adquisición y de venta de acciones, como intento de regulación de uno de los ámbitos más importantes de protección del inversor, y como exigencia de una pretendida integración de los mercados de valores europeos, y que trae como consecuencia una competencia entre ellos, que debe partir de una regulación marco para todos ellos, intentando una armonización entre los distintos miembros de la Unión Europea que permita la seguridad jurídica y homogeneización imprescindible, y tan reclamada por el mercado, sin perjuicio de la posible adaptación de cada normativa a cada concreto mercado.

Así la conferencia del profesor FERNÁNDEZ DE ARAOZ, “Key Issues in the Current Reform of European Takeover Law” (“Cuestiones claves en la actual reforma del régimen jurídico europeo de ofertas públicas de acciones”) analizó la importancia que la normativa de Ofertas Públicas de Adquisición en el ámbito comunitario [Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición COM (2002) 543 final] tiene desde el punto de vista de la integración de los mercados de capitales europeos. Tras un repaso histórico del camino recorrido hasta llegar a la Propuesta, y tras exponer las razones tanto legales (garantizar el principio de libertad de establecimiento, aumentar la seguridad en las transacciones comunitarias

o asegurar una adecuada protección de los accionistas minoritarios), como económicas, analizó el ponente algunos de los problemas que de una parte refuerzan la necesidad de una regulación comunitaria, representando al mismo tiempo alguna de las características esenciales de la normativa propuesta. Precisamente una de las razones que llevan a abogar por la existencia de un *level playing field* es la diversidad de medidas defensivas que existen en los distintos ordenamientos comunitarios. En este sentido afirma el ponente que en la propuesta se llega a una solución de neutralización en el sentido de que se posibilita que los Estados Miembros mantengan sus medidas defensivas, pero teniendo en cuenta que si en la OPA hay un alto grado de aceptación, todas las medidas podrían devenir inexigibles, considerando que los accionistas de la sociedad afectada habrían cambiado el contrato al votar masivamente la OPA. No obstante la Propuesta, en su Exposición de Motivos, deja que los Estados Miembros fijen el porcentaje de aceptación para que tales medidas se eliminen. Otra de las cuestiones importantes que plantea la Propuesta de Directiva, y relacionada precisamente con las medidas de defensa, es el tratamiento que se da al principio de neutralidad. Señala el ponente que es extraño que haya normas basadas en el principio que operan post-OPA, pero ninguna que opere antes de realizarse la OPA (esto es, medidas pre-OPA), y que suelen ser las que más afectan al éxito de la operación, teniendo en cuenta que a través de la OPA se busca adquirir un porcentaje de control de la sociedad afectada, y que es difícil de obtener cuando existen medidas de blindaje previamente establecidas, a través de las cuales se protege a los grupos de poder, pero se deja sin posible reacción al pequeño inversor. Así, concluye el Profesor FERNÁNDEZ DE ARAOZ que el efecto que produce la reciente Jurisprudencia del TJCE, y el limitado “principio de neutralidad” permitirán un cierto equilibrio, desde el punto de vista de una “armonización reflexiva”.

La conferencia del Profesor GÓMEZ-JORDANA, con el título “The single Prospectus as a Means of Integration of European Securities Market” (“El significado del folleto como medio de integración de los mercados de valores europeos”), analizó, de la mano de la regulación proyectada sobre las Ofertas Públicas de Valores en la Unión Europea, la importancia que, desde el punto de vista de la integración, tiene el tratamiento del Folleto de emisión. Tras una crítica a la amplitud con que se define en la Propuesta de Directiva Europea el concepto de “oferta pública”, el Profesor GÓMEZ-JORDANA centró su atención en el problema que presenta, especialmente en el ordenamiento español, el reconocimiento del Folleto extranjero. El proceso lento, caro e incierto que se sigue para reconocer los folletos, y que el Profesor dejó claro con diversos ejemplos —desde el intento de registro fallido de la oferta pública de JAZZTEL Plc, hasta los casos en los que se consigue el reconocimiento del folleto por vía del artículo 26 del Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores—, hacía pues necesaria una armonización comuni-

taria. Señaló el ponente que los objetivos de la Propuesta de Directiva podían agruparse en materiales —definición de lo que deba entenderse por oferta pública—, formales —cómo deban ser los folletos— y procedimentales —plazos y requisitos para el registro de folletos de emisión—. Si tales objetivos de clarificación se consiguen o no con la regulación proyectada está aún por ver, aunque su éxito no pueda eliminar alguno de los problemas actuales, como es que ante la posible diferenciación de los regímenes jurídicos, en virtud de la diferente aceptación de la regulación proyectada por los países miembros, se mantengan tratamientos diferenciados, y confusos entre ellos, a la hora de la aceptación en cada ordenamiento del mismo folleto en que se recoja la oferta pública, lo que de nuevo incide en la falta de una completa seguridad jurídica para los operadores, que debería reconocerse con la completa armonización de las normativas nacionales, o el establecimiento de los correspondientes procedimientos de reconocimiento de los formularios aceptados en cualquier país miembro.

La existencia de esta problemática derivada de la diferente regulación según los distintos Estados miembros de la Comunidad Europea nos lleva a la ponencia que bajo el título “Competition among International Stock Markets” (“Competencia entre los mercados de valores internacionales”), realizó el Profesor Howell JACKSON. En ella se abordó el problema derivado de la distinta regulación en cada mercado de valores, en función del Estado en el que se localice. La competencia legislativa en la materia reconocida a cada Estado norteamericano permite la libre competencia entre los distintos mercados, a los cuales acudirán los emisores de valores y los inversores en virtud de la relación más adecuada a sus intereses entre las exigencias de transparencia, información y la seguridad jurídica que ello genere. Recogía el Profesor JACKSON cómo esta libre competencia normativa había incentivado a los distintos Estados a regular cuidadosamente, ante la muy exigente relación entre el libre mercado y los controles pertinentes para el adecuado funcionamiento de los mercados, llevando a Delaware a alzarse como el más exitoso, dado que atraía a los inversores por la transparencia que había conseguido fruto de la regulación existente, pero también derivada de la libre actuación, dentro del marco normativo, de los operadores en los mercados. Contrastó esta opinión con la manifestada por la Profesora ALONSO LEDESMA, en la conferencia ya referida, que consideraba acertado el inicio de una competición entre los distintos ordenamientos europeos, ya comenzada por el legislador italiano, a través de la última reforma.

Al margen de las conferencias referidas, también se celebró una mesa redonda de debate o *Panel Discussion*, que permitió a todos los asistentes resolver sus dudas, compartir sus inquietudes sobre el tema, e incluso, realizar alguna propuesta. Bajo el título “Intentions and Reality: Ownership and Power of Several Spanish Listed Companies and the Reform of Securities and Corporate Law” (“Intenciones y Realidad: Propiedad y Control de las Sociedades Cotiza-

das Españolas y la Reforma del Derecho del Mercado de Valores y del de Sociedades”), se produjo el intercambio constante de opiniones y cuestiones, bajo la dirección de los Profesores ALONSO LEDESMA, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE y la intervención especial del Profesor Titular de Derecho Mercantil Don Manuel SÁNCHEZ ÁLVAREZ. Entre los temas planteados se trataron la extensión de la protección del inversor, la posición del comité de auditoría en España a raíz de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, la forma de regular del legislador, a raíz del Informe Aldama y de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles, y la eterna cuestión, siempre objeto de debate, entre la autorregulación y la intervención del legislador.

Expuesto el contenido del Seminario, se deja patente su importancia, así como la calidad de los ponentes y de la relevancia de los temas tratados, pero también la necesidad de continuar en esta línea de investigación que permita avanzar en la búsqueda de soluciones a los graves problemas que existen en la protección de la figura del inversor, que muchas veces sin conocimientos ni asesoramiento adecuados acude a los mercados con el legítimo deseo de obtener unos rendimientos a sus ahorros, encontrándose con la injusta merma, o incluso pérdida, de los mismos —sobra recordar alguno de los grandes escándalos acontecidos en Norteamérica o en España—, por lo que este Seminario es una iniciativa digna de ser recordada, y de ser repetida, pero también imitada respecto de otras materias que también requieren el trabajo compartido entre todos los juristas, y no sólo de un concreto ordenamiento, porque los problemas, aunque diversos en cada sistema normativo, suelen tener fundamentos similares. Por ello, confiamos en que este sea sólo un paso en un largo camino de cooperación entre los juristas —investigadores y profesionales— norteamericanos y españoles, y, en concreto, entre la Harvard University y la Universidad Complutense.

*Alfredo Muñoz García
M.^a Sagrario Navarro Lérida*

13. INFORME DE BUEN GOBIERNO DE LAS CAJAS DE AHORROS

En otra noticia publicada dentro de este mismo número se hace referencia al Proyecto de Ley de Transparencia presentado por el Gobierno y que el Congreso de los Diputados remitió en fecha reciente al Senado (v. BOCG, Senado, serie II, n.º 129-a de 22 de mayo de 2003). Entre las modificaciones de mayor trascendencia que el Proyecto de Ley ha registrado en su tránsito parlamentario, figura la constituida por la Disposición adicional segunda que se ocupa de esta-

blecer las obligaciones de las Cajas de Ahorros en materia de información sobre gobierno corporativo. Se trata de una iniciativa que se había visto precedida por distintas manifestaciones de miembros del Gobierno en torno a la conveniencia de extender los principios del buen gobierno a las Cajas de Ahorros.

Lo que se introduce a través de la Disposición adicional que reseñamos es un deber fundamentalmente informativo constituido por la obligatoria publicación de un informe anual de gobierno corporativo. Dicho informe deberá ser remitido al Banco de España y a los órganos competentes de las Comunidades Autónomas, así como a la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuando la caja en cuestión hubiere emitido valores admitidos a negociación en un mercado (cuotas participativas). Además de esa remisión, el informe deberá ser publicado, poniéndolo a disposición de sus Consejeros generales y de los impositores.

El contenido y la estructura del informe requerido de las Cajas de Ahorros deberá adaptarse al modelo que el Ministerio de Economía, el Banco de España y, en el ámbito de sus competencias, los órganos de la respectiva Comunidad Autónoma dispongan en el desarrollo de dicha Disposición adicional. El contenido esencial deberá referirse a la estructura de la administración de la entidad, a las operaciones vinculadas e intragrupo, al sistema de control de riesgos y al funcionamiento de los órganos de gobierno. No deja de ser llamativo que se incluyan como cuestiones propias de un buen gobierno corporativo aquellas que tienen una relación más evidente con lo que constituye una gestión prudente (control de riesgos), sin perjuicio de señalar que el régimen de las Cajas de Ahorros en relación con sus órganos rectores tiene un marcado carácter imperativo y deja un escaso margen para la adopción de modelos de gestión diferenciados entre las distintas cajas.

La Disposición adicional concluye atribuyendo una especial competencia supervisora para “*el seguimiento de las reglas del gobierno corporativo*” al Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores y a las Comunidades Autónomas. También se contiene una referencia a la posibilidad de imposición de sanciones por la falta de remisión de ese informe, si bien en este punto parece que el Proyecto de Ley reclama una mayor precisión y tipificación de la infracción.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— OBRAS GENERALES

ESPLUGUES MOTA, C., “Hacia la elaboración de un standard legislativo internacional en materia concursal: La propuesta de guía legislativa sobre el régimen de la insolvencia de la Comisión de Naciones Unidas para el derecho mercantil internacional (CNUDMI/UNCITRAL)”, en *Derecho de los Negocios* n.º 146 (2002), p. 19.

FRÜH, “Die Regelung des Paragraphs 18 KWG”, en *WM* n.º 36 (2002), p. 1.813.

— NORMATIVA DE LA CEE EN MATERIA BANCARIA

ANTONUCCI, A., *E-commerce: la direttiva 2000/31/CE e il quadro normativo della rete*, Milán (2001), pp. XII-404.

BRANDT, “Überlegungen zu einem SE-Ausführungsgesetz”, en *NZG* n.º 21 (2002), p. 991.

GALINDO MARTÍN, M.A., “La instrumentación de la política monetaria del Banco Central Europeo”, en *Noticias de la Unión Europea* n.º 215 (2002), p. 9.

— ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

GUACCERO, A., “Gli organi delle fondazioni di origine bancaria”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 6, parte 1.ª (2002), p. 753.

PRATO, E. del, “Fondazioni bancarie e categorie civilistiche”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 6, parte 1.ª (2002), p. 739.

BANCOS

KREMIN-BUCH, B./UNGER, F./WALZ, H., *Die Zukunft der Banken-die Banken der Zukunft Sternenfels*, Wissenschaft (2002), 418 pp.

CAJAS DE AHORROS

PEINADO GRACIA, J.I., “Apuntes para la reforma de las cajas de ahorros y los recursos propios”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 6, parte 1.ª (2002), p. 793.

COOPERATIVAS DE CRÉDITO

PIPITONE, M., “Il divieto per le banche di credito cooperativo di acquistare azioni proprie, fare anticipazioni su di esse, compensarle con le obbligazioni dei soci (art. 34, comma 5.º, d.lgs. 1.º settembre 1993, n.º 385): documenti per la storia di una disposizione ambigua”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 1.ª (2002), p. 687.

RYDER, N., “Credit Unions in the United Kingdom: A Critical Analysis of their Legislative Framework and its Impact”, en *The Journal of Business Law* (enero 2003), p. 45.

— **ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA**

JÖRGENS, S., *Die koordinierte Aufsicht über europaweit tätige Bankengruppen*, Baden-Baden (2002), 314 pp.

— **SECRETO BANCARIO (INFORMACIONES DE LA BANCA)**

CABIDDU, M.A., “Tótem e tabù, ovvero Banca d’Italia e segreto d’ufficio”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª (2002), p. 643.

MULLERAT, R., “Las Directivas europeas contra el blanqueo de capitales. Impacto sobre el secreto profesional del abogado”, en *La Ley* n.º 5653 (12 de noviembre de 2002), p. 1.

— **CONTRATOS BANCARIOS**

REINA TARTIERE, G. de, “Aproximación al ‘corralito’ argentino desde la esfera jurídico-privada”, en *Actualidad Civil* n.º 47-48 (16 al 29 de diciembre de 2002), p. 1.405.

RICO CARRILLO, M., “Dinero electrónico”, en *Revista de la Contratación Electrónica* n.º 31 (2002), p. 3.

SIMONE, A. DE/SIMONE, M.R. DE, “Legitimità della prassi bancaria di capitalizzazione trimestrale degli interessi”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª (2002), p. 586.

— CUENTA CORRIENTE

PERRINO, M., “Conferimento d’azienda bancaria e successione nell’obbligazione di consegna della documentazione relativa al conto corrente del fallito”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª (2002), p. 621.

— DESCUENTO

WERTHER ROMAGNO, G., “Lo sconto di ricevute bancarie nel concordato preventivo”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª (2002), p. 554.

— GARANTÍAS EN LA ACTIVIDAD BANCARIA

ESPINA, D., “Drets reals catalans amb objecte mercantil”, en *Revista Jurídica de Catalunya* n.º 4 (2002), p. 945.

LOVISATTI, S., “Osservazioni in tema di limiti del pegno rotativo, tra ‘valori originari’ e ‘beni originari’”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 6, parte 2.ª (2002), p. 695.

DERECHO BURSÁTIL**— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL
EN OTROS PAÍSES Y EN LA CEE**

ALBRECHT, “Das Transparenz- und Publizitätsgesetz”, en *NWB* n.º 36 (2002), p. 2.947.

ALTENHAIN, “Die Neuregelung der Marktpreismanipulation durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz”, en *BB* n.º 37 (2002), p. 1.874.

ANNUNZIAT, F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Turín (2001), pp. XIV-408.

ARDEN, “Reforming the Companies acts-The Way Ahead”, en *The Journal of Business Law* (noviembre 2002), p. 579.

BACHMANN, “Der ‘Deutsche Corporate Governance Kodex’. Rechtswirkungen und Haftungsrisiken”, en *WM* n.º 43 (2002), p. 2.137.

BEHNKE, “Erste Erfahrungen mit dem Ausschluss ausländischer Anteilhaber nach Paragraff 24 WpÜG”, en *WM* n.º 45 (2002), p. 2.229.

BIRNBAUM/KITTELBERGER, “Diskussionsbeitrag zu einer möglichen Berichtspflicht nach dem WpHG-Praktische Notwendigkeit und rechtliche Grenzen”, en *WM* n.º 38 (2002), p. 1.911.

BRITZELMAIER, B., *Regulierung oder Deregulierung der Finanzmärkte. 2. Liechtensteinisches Finanzdienstleistungs-Symposium an der Fachhochschule Liechtenstein*, Heidelberg (2002), 352 pp.

DIER, CH./FÜRHOFF, J., “Die geplante europäische Marktmissbrauchsrichtlinie”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 11 (2002), p. 604.

ELSTER, N., *Europäisches Kapitalmarktrecht. Recht des Sekundärmarktes*, Munich (2002), 350 pp.

FORWE, T., *Das neue Kontroll- und Transparenzgesetz. Geforderte Prüfungen und Berichte, Risikomanagement zur Unternehmenssicherung. Grundwerk und Aktualisierung. Stand August 2001*, Herkert (2000/2001), 500 pp.

GARMENDIA SANZ, C., “La Sarbanes-Oxley Act de los Estados Unidos”, en *La Ley* n.º 5691 (7 de enero de 2003), p. 15.

GRAGE, “Notarrelevante Regelungen des Transparenz- und Publizitätsgesetzes im Überblick”, en *RNotZ* n.º 7-8 (2002), p. 326.

HERMANN, “Erleichterungen bei der Gründung von Aktiengesellschaften durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz”, en *ZIP* n.º 40 (2002), p. 1.785.

LENENBACH, M., *Kapitalmarkt- und Börsenrecht*, Colonia (2002), 618 pp.

LOTZE, S., *US-amerikanisches Kapitalmarktrecht und Internet. Aufsichts- und haftungsrechtliche Fragen des Internet-Einsatzes bei Wertpapieremissionen und im Wertpapierhandel*, Frankfurt (2002), 426 pp.

LUTTER, “Die Erklärung zum Corporate Governance Kodex gemäss Paragraph 161 AktG”, en *ZHR* n.º 5 (2002), p. 523.

MAUGERI, “Legole autodisciplinari e governo societario”, en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 29 (2002), p. 88.

MEYER, “Anlegerschutz und Förderung des Finanzplatzes Deutschland durch die Going Public Grundsätze der Deutsche Börse AG”, en *WM* n.º 37 (2002), p. 1.864.

MÜHLE, S., *Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. Im Schnittfeld zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht unter besonderer Berücksichtigung des ökonomischen Rahmenbezugs*, Baden-Baden (2002), 514 pp.

REUSCHLE, F., *Viertes Finanzmarktförderungsgesetz*, Munich (2002), 480 pp.

RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., “Las nuevas normas norteamericanas sobre transparencia de las sociedades cotizadas. La 2002 Sarbanes-Oxley Act”, en *Derecho de los Negocios* 146 (2002), p. 1.

SCHIESSL, M., “Deutsche Corporate Governance post Enron”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 11 (2002), p. 593.

SPINDLER/HÜTHER, “Börse ohne Parkett-oder: Alternative Trading Systems-Elektronische Handelssysteme in den USA”, en *RIW* n.º 9 (2002), p. 649.

WEILER/TOLLKÜHN, “Die Neuregelung des ‘directors dealing’ nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz”, en *DB* n.º 37 (2002), p. 1.923.

— OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL

FREGO LUPPI, S., “Provvedimenti Consob e giurisdizione: il caso delle sanzioni interdittive”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 6, parte 2.^a (2002), p. 687.

RITZ, C., “Die Änderungen verkaufsprospektrechtlicher Vorschriften im Jahr 2002 und aufsichtsrechtliche Praxis”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 12 (2002), p. 662.

RORDORF, “Impugnazione di atti societari da parte della Consob”, en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 29 (2002), p. 31.

RÜTZEL, S., “Der aktuelle Stand der Rechtsprechung zur Haftung bei Ad-hoc-Mitteilungen”, en *Die Aktiengesellschaft* n.º 2 (2003), p. 69.

SCOTTI, “Diffusione di informazioni inesatte e tutela degli investitori: configurazione della responsabilità della Consob per omessa vigilanza”, en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 29 (2002), p. 12.

— RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN DE LOS MERCADOS

COHN, “Alternative Handelssysteme-Ein Beitrag zur Neufassung des Paragraphs 58 ff. BörsG”, en *ZBB* n.º 5 (2002), p. 365.

FEISCHER, “Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz”, en *NJW* n.º 41 (2002), p. 2.977.

GROSSMANN/NIKOLEYCZIK, “Praxisrelevante Änderungen der Wertpapierhandelsgesetzes-die Auswirkungen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes”, en *DB* n.º 39 (2002), p. 2.031.

HEYDER, “Die einseitige Abänderung des Regelwerks Neuer Markt”, en *BKR* n.º 18 (2002), p. 806.

SCHLITT, M., “Die neuen Marktsegmente der Frankfurter Wertpapierbörse-Struktur, Zulassungsvoraussetzungen und Folgepflichten”, en *Die Aktiengesellschaft* n.º 2 (2003), p. 57.

WUERMELIING, “Scoring von Kreditrisiken”, en *NJW* n.º 48 (2002), p. 3.508.

— **ADMISIÓN A COTIZACIÓN**

FERRARINI, G., “Ammissione alle quotazione e ammissione alle negoziazione: significato e utilità di una distinzione”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 1.^a (2002), p. 583.

FLEISCHER, “Marktschutzvereinbarungen beim Börsengang”, en *WM* n.º 47 (2002), p. 2.305.

SIEBEL, U.R., “Delisting von Anleihen sowie Folgen eines Delisting bei verbrieften Bezugsrechten und Indexzertifikaten”, en *ZGR* n.º 6 (2002), p. 842.

— **CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL**

HAMMEN, “‘Best’-Was ist Börsenhandel?”, en *WM* n.º 43 (2002), p. 2.129.

KRAUSE, R., “Ad-hoc-Publizität und haftungsrechtlicher Anlegerschutz”, en *ZGR* n.º 6 (2002), p. 799.

POHLMANN, A., *Die Haftung wegen Verletzung von aufklärungspflichten. Ein Beitrag zur culpa in contrahendo und zur positiven Forderungsverletzung unter Berücksichtigung der Schuldrechtsreform*, Berlín (2002), 217 pp.

— **OPERACIONES A PLAZO**

GLADE, A., *Anlegerschutz bei Börsentermingeschäften im europäischen Vergleich: Deutschland, Schweiz, England*, Regensburg (2002), 378 pp.

WILMOWSKY, “Termingeschäfte und Insolvenz: Die gesetzliche Regelung”, en *WM* n.º 46 (2002), p. 2.264.

— **OPAs**

APFELBACHER, G./BARTHELMESS, S./BUHL, T./DRYANDER, Ch., *German Takeover Law-A Commentary*, Munich (2002), p. 514.

ASSMAN, H.-D., “Übernahmeangebote im Gefüge des Kapitalmarktrechts, insbesondere im Lichte des Insiderrechts, der Ad hoc-Publizität und des Manipulationserbots”, en *ZGR* n.º 4-5 (2002), p. 697.

BAYER, W., “Vorsorge- und präventive Abwehrmassnahmen gegen feindliche Übernahmen”, en *ZGR* n.º 4-5 (2002), p. 588.

BRUNO, N.A., “Il leveraged buy out nella casuistica giurisprudenziale”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 6, parte 1.^a (2002), p. 807.

DRUEY, J.N., “Reflexionen zum Schluss”, en *ZGR* n.º 4-5 (2002), p. 794.

ENRIQUES, “In tema di difese contro le opa ostili: verso assetti proprietari piú contendibili o piú piramidali?”, en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 29 (2002), p. 108.

FLEISCHER, H., “Das neue Recht des Squeeze out”, en *ZGR* n.º 4-5 (2002), p. 757.

GORDON, J.N., “Das neue deutsche ‘Anti’-Übernahmegesetz aus amerikanischer Perspektive”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 12 (2002), p. 670.

HAHN, “Übernahmerecht und internationales Privatrecht”, en *RIW* n.º 10 (2002), p. 741.

HIRTE, H., “Verteidigung gegen Übernahmeangebote und Rechtsschutz des Aktionärs gegen die Verteidigung”, en *ZGR* n.º 4-5 (2002), p. 623.

HOLZBORN/BLANK, “Die Nichtzurechnung nach Paragraph 20, 36 WpÜG und die Befreiung vom Pflichtangebot nach Paragraph 37 WpÜG, Paragraph 8 ff. WpÜGAngVO”, en *NZG* n.º 20 (2002), p. 948.

HOPT, “Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz”, en *ZHR* n.º 4 (2002), p. 383.

KLEINDIEK, D., “Funktion und Geltungsanspruch des Pflichtangebots nach dem WpÜG-Kapitalmarktrecht-Konzernrecht-Umwandlungsrecht-”, en *ZGR* n.º 4-5 (2002), p. 546.

KRAUSE, H., “Das deutsche Übernahmegesetz vor dem Hintergrund der Eu-Richtlinie”, en *ZGR* n.º 4-5 (2002), p. 500.

— “Von ‘goldenen Aktien’, dem VW-Gesetz und der Übernahmerichtlinie”, en *NJW* n.º 38 (2002), p. 2.747.

LAPPE/STAFFLAGE, “Unternehmensbewertung nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz”, en *BB* n.º 43 (2002), p. 2.185.

MÖLLERS, T.M.J., “Verfahren, Pflichten und Haftung, Insbesondere der Banken, bei Übernahmeangeboten”, en *ZGR* n.º 4-5 (2002), p. 664.

MUCCIARELLI, F.M., “I poteri degli organi di società-bersaglio nella legge tedesca sull’opa”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 1.ª (2002), p. 659.

ROPOHL, F., *Gesellschaftsrechtliche Insider nach Paragraph 138 Abs. 2 InsO. Einordnung-Definition-Anwendung*, Frankfurt (2002), 144 pp.

SIEBEL, “Insidergeschäfte mit Anleihen”, en *BKR* n.º 18 (2002), p. 795.

TRÖGER, “Unternehmensübernahmen im deutschen Recht (I)” en *DZWIR* n.º 9 (2002), p. 353 y (II), en *DZWIR* n.º 10 (2002), p. 397.

VENTURA, “La diligenza degli amministratori nelle acquisizioni societarie”, en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 29 (2002), p. 217.

VETTER, “Pflichtangebot nach Kontrollerwerb im Wege der Verschmelzung oder Spaltung?”, en *WM* n.º 40 (2002), p. 1.999.

VISCHER, “Earn out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen”, en *SJZ* n.º 21 (2002), p. 509.

WIESBROCK, “Formerfordernisse beim Unternehmenskauf”, en *DB* n.º 44 (2002), p. 2.311.

WYMEERSCH, E., “Übernahmeangebote und Pflichtangebote”, en *ZGR* n.º 4-5 (2002), p. 520.

ZIMMER, D., “Aufsicht bei grenzüberschreitenden Übernahmen”, en *ZGR* n.º 4-5 (2002), p. 731.

— RÉGIMEN DE LOS INSIDER

FLEISCHER/JÄNIG, “Verantwortlichkeit für falsche Kapitalmarktinformationen in Frankreich-das droit des marchés financiers”, en *RIW* n.º 10 (2002), p. 729.

FÜRHOFF, J., “Neuregelung der Ad-hoc-Publizitätspflicht auf europäischer Ebene-Auswirkungen auf Paragraph 15 WpHG und systematische Einordnung”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 2 (2003), p. 80.

LEISNER, “Auskunftspflicht der Banken über treuhänderisch versaltete ausländische Wertpapierdepots?”, en *DB* n.º 39 (2002), p. 2.015.

QUICK/KAYADELEN, “Zur Aussagefähigkeit von Prognosen in Emissionsprospekten am Neuen Markt”, en *WPg* n.º 18 (2002), p. 949.

ROLVERING, A., *Zwischenberichterstattung börsennotierter Kapitalgesellschaften. Eine empirische Untersuchung zur Qualität der Unternehmenspublizität*, Herne (2002), p. 298.

SOESTERS, F., *Insiderhandelsverbote des Wertpapierhandelsgesetzes*, Frankfurt (2002), 235 pp.

— **SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN**

COSSU, M., “Principio di separatezza nella gestione di portafogli di investimento e insolvenza della s.i.m.”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 1.ª (2002), p. 606.

KÜHNE, A., *Bewilligungspflicht gemäss Anlagengesetz*, Zurich (2002), 418 pp.

SZEGO, B. di, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un’analisi di adeguatezza dell’ordinamento italiano*, en *Quaderni di ricerca giuridica*, Banca d’Italia, n.º 55 (2002), 81 pp.

TUCCI, A., “Illecito del promotore finanziario e responsabilità solidale della società de intermediazione mobiliare”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 6, parte 2.ª (2002), p. 758.

TÍTULOS VALORES

— **VALORES MOBILIARIOS**

ACCIONES

FIGÀ-TALAMANCA, G., *Il valore nominale delli azioni*, Milán (2001), pp. XVI-150.

FORTUN/MÜHLBAUER, “Die Konkretisierung des Vertragsgegenstands beim ausserbörslichen Aktienkaufvertrag”, en *DB* n.º 48 (2002), p. 2.522.

NOACK, U./ZETZSCHE, D., “Die Legitimation der Aktionäre bei Globallaktien und Depotverbuchung”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 12 (2002), p. 651.

PAVONE LA ROSA, A., “Azioni ‘dematerializzate’ e legittimazione all’esercizio dei diritti sociali”, en *Rivista delle Società*, fasc. 5 (2002), p. 1.209.

SANGIOVANNI, “Die Emision von Sparaktien im italienischen Recht”, en *RIW* n.º 9 (2002), p. 680.

TOMBARI, U., “Azioni di risparmio e tutela dell’investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)”, en *Rivista delle Società*, fasc. 5 (2002), p. 1.062.

WIRTH, G./ARNOLD, M., “Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien”, en *ZGR* n.º 6 (2002), p. 859.

— **TÍTULOS CAMBIARIOS**

LETRA DE CAMBIO

MORILLAS JARILLO, M.^a J., “Letra de cambio electrónica”, en *Revista de la Contratación Electrónica* n.º 31 (2002), p. 17.

CHEQUE

RAMOS HERRANZ, I., “Cheques electrónicos”, en *Revista de la Contratación Electrónica* n.º 31 (2002), p. 47.

GARCÍA CACHAFEIRO, Fernando, *Derecho de la competencia y actividad bancaria. Estudio de los acuerdos sobre precios en los sistemas de pago electrónicos*, Colección Biblioteca de Derecho de los Negocios, Edit. La Ley, Madrid, 2003, 497 páginas. Prólogo de Manuel Areán Lalín.

Siempre es motivo de satisfacción dar testimonio de una nueva contribución al estudio de nuestro Derecho Bancario. Si, además, ese estudio ha sido realizado por un compañero con una profunda vocación universitaria y con un indudable rigor investigador, la satisfacción inmediatamente se transforma en orgullo. Creemos no equivocarnos si afirmamos que Fernando GARCÍA CACHAFEIRO, actualmente Profesor Ayudante de Derecho Mercantil de la Universidad de A Coruña, demuestra una madurez científica poco frecuente en aquellos que publican su primera monografía. Ciertamente es que no se trata de la primera aportación del Prof. GARCÍA CACHAFEIRO, que —como pone de manifiesto el Prof. AREÁN LALÍN en su brillante Prólogo— ya ha publicado un buen número de trabajos en Revistas especializadas, demostrando sus conocimientos, especialmente relevantes en el denominado Derecho *antitrust*.

Para evitar que quien lea estas líneas pueda pensar que nos dejamos llevar por un sincero afecto personal, no podemos dejar de señalar que estas impresiones previas coinciden plenamente con las que en su día manifestó la Comisión Evaluadora que juzgó este trabajo como Memoria Doctoral en febrero de 2002. Dicha Comisión, presidida por el Maestro D. Carlos FERNÁNDEZ-NOVOA, estaba integrada por los también Catedráticos de Derecho Mercantil José Antonio GÓMEZ SEGADE, Rafael ILLESCAS ORTIZ, Eduardo GALÁN CORONA y José Luis GARCÍA-PITA Y LASTRES, todos ellos, como es sabido, indiscutibles expertos en Derecho de la Competencia y Derecho Bancario. Ni que decir tiene que la calificación otorgada fue la máxima posible; nada extraño, dicho sea de paso, si tenemos en cuenta que se trataba de una Memoria dirigida y “avalada” por el Prof. Manuel AREÁN LALÍN, Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad de A Coruña.

Pues bien, en esta obra, partiendo de las especiales circunstancias que rodean la actividad económica bancaria, se analizan las peculiaridades que presenta la aplicación de las normas de la competencia en el sector de la banca. Ciertamente, no se trata de una tarea exenta de dificultades. Por un lado, no puede negarse que se trata de una actividad históricamente sometida a una fuerte regulación; hecho este que impedía a los bancos decidir libremente acerca de sus políticas comerciales y, en consecuencia, se eliminaba el juego de la competencia respecto de parámetros tan importantes como son los precios o la apertura de nuevas sucursales. Por otro lado, las tradicionales dudas sobre las virtudes de la competencia en el sector no contribuyeron a impulsar una decidi-

da investigación de las conductas bancarias restrictivas de la misma. Durante años se pensaba que un exceso de competencia entre bancos podía originar crisis como la del “crack” del veintinueve debida, en parte, a la conducta de unos bancos excesivamente interesados por captar recursos, lo que les llevaba a ofrecer remuneraciones excesivas por unos depósitos que luego no podían devolver a sus clientes.

Ahora bien, siendo así, lo cierto es que en la actualidad se ha producido una intensa liberalización del “*negocio bancario*”, que —como reconoce el autor— ha permitido a las entidades de crédito competir efectivamente por la captación de clientes y, en consecuencia, aplicar las normas que tratan de garantizar que no se falsee la libre competencia en el mercado. El temor a una competencia excesiva no ha desaparecido, pero ya no se combate con la regulación a ultranza de la actividad de intermediación crediticia, sino mediante la aprobación de normas cautelares que garanticen a los clientes la devolución del dinero depositado en los bancos.

Así las cosas, resulta obvio que las entidades de crédito gozan hoy de libertad para competir y, consecuentemente y de modo similar a lo que ocurre en cualquier otra actividad económica, las autoridades *antitrust* deben permanecer “*vigilantes*” para evitar cualquier conducta que pueda alterar el normal funcionamiento del mercado. Ello no obstante, no puede ignorarse que la aplicación del Derecho de la competencia a la banca se encuentra condicionada, en la práctica, por las especialidades del “*negocio bancario*” moderno, destacando singularmente la importancia que tiene la colaboración entre entidades para prestar servicios bancarios en común. Sin duda, los modernos sistemas de pago exigen que las entidades de crédito colaboren para compartir los riesgos y los elevados costes vinculados a la implantación de las nuevas redes electrónicas. Siendo prácticamente imposible que cada banco establezca individualmente su propia red, la solución más eficiente consiste en compartir los cajeros automáticos o los terminales electrónicos de las tarjetas, pues de esta forma se multiplica exponencialmente el valor de la red, sin el consiguiente aumento de costes vinculado al establecimiento y mantenimiento de los terminales.

Pues bien, en el libro del Prof. GARCÍA CACHAFEIRO se pone de manifiesto, utilizando sus palabras, “*la importancia que tiene la colaboración empresarial en la banca y las consecuencias que de este fenómeno se derivan para el enjuiciamiento antitrust de los acuerdos de precios en el sector del crédito*”. El análisis —comparativo— de las soluciones aportadas por la jurisprudencia norteamericana, la comunitaria y la española permite comprobar que las autoridades respectivas han adoptado una actitud, en principio, favorable a los acuerdos interbancarios para prestar servicios en común. Se entiende, en definitiva, que estos acuerdos contribuyen a mejorar la prestación de servicios

bancarios en beneficio de la comunidad. Esta conclusión no cabe extenderla, sin embargo, a los acuerdos de fijación de precios aplicables a la clientela, en los que las autoridades de competencia deben garantizar que cada banco decide su política comercial sin interferencias de sus rivales.

En este sentido, se centra el Prof. GARCÍA CACHAFEIRO en el examen de uno de los aspectos más controvertidos de esta colaboración interbancaria, esto es, en los convenios relativos a los precios de los servicios que se prestan en común. En concreto, es objeto de estudio el tratamiento que esta clase de pactos entre bancos rivales han recibido ante las autoridades de competencia de los Estados Unidos, de la Unión Europea y de nuestro país.

Persiguiendo —y alcanzando— dicho objetivo, la monografía se divide —con muy buen criterio— en cuatro capítulos. En el primero de ellos (*“La defensa de la competencia en el sector bancario”*), se ofrece una perspectiva general de las normas de competencia examinadas —el artículo 1 de la *Sherman Act* norteamericana, el artículo 81 del Tratado de la CEE y el artículo 1 de nuestra Ley de Defensa de la Competencia—, poniendo de relieve que la tradicional oposición a los acuerdos de precios por parte de las autoridades *antitrust* se encuentra hoy atenuada por la necesidad de tener en cuenta las nuevas formas de colaboración entre competidores, características del moderno sector bancario. Además, en este primer Capítulo se examinan minuciosamente los problemas que tradicionalmente han retrasado y condicionado la aplicación efectiva de las normas de competencia a la banca: la existencia de una abundante regulación de la actividad y el temor a que una competencia excesiva entre bancos pudiera ocasionar el colapso del Sistema Financiero.

La política de las autoridades *antitrust* norteamericanas respecto de los medios de pagos en su país es objeto de estudio en el Capítulo Segundo (*“La competencia en materia de precios entre los bancos norteamericanos”*). Así, se subraya la adopción de un punto de vista favorable en torno a la colaboración entre bancos, que se estima necesaria para poder prestar de manera eficiente servicios cada vez más complejos y costosos. Tras analizar la jurisprudencia concerniente a los acuerdos bancarios, afirma el autor que las cláusulas relativas a las comisiones que deben pagar los clientes se consideran ilegales *per se*, mientras que los convenios para la remuneración de los servicios comunes —señaladamente mediante la denominada tasa de intercambio— se pueden considerar razonables según el test de la *rule of reason*.

En este Capítulo se dedica también una especial atención a la práctica, seguida por los bancos americanos, consistente en el cobro de una comisión a los usuarios de tarjetas que retiran dinero en cajeros que no pertenecen a su banco habitual. En efecto, según el autor, en los Estados Unidos, en lugar de tramitar todos los gastos a través del banco del usuario de la tarjeta (como

ocurre en Europa), el banco propietario del cajero cobra directamente al usuario una comisión —*surchage*—. Esta fórmula, que ha provocado cierto rechazo social —hasta el punto de debatirse en el Congreso Leyes para su posible prohibición—, ha sido ratificada por la jurisprudencia, ya que, por un lado, garantiza que los usuarios conozcan los gastos vinculados al servicio —transparencia de costes— y, por otro, permite la óptima asignación de recursos en el mercado de los cajeros automáticos.

En el Capítulo Tercero se examina la problemática de los acuerdos de precios en el sector bancario, si bien desde la perspectiva del Derecho de la competencia de la Unión Europea. Destaca el Prof. GARCÍA CACHAFEIRO que la Comisión Europea también ha establecido una distinción radical entre los acuerdos prohibidos, que afectan a los precios minoristas, y los acuerdos autorizables, que únicamente afectan a la remuneración de los servicios que los bancos se prestan entre sí. Dentro de esta segunda categoría, los acuerdos de naturaleza interbancaria deben cumplir ciertas condiciones: que los bancos participantes sean libres para negociar tarifas distintas de la comisión uniforme; que exista información sobre el procedimiento de fijación de la comisión interbancaria; y que la tasa de intercambio sea objetiva, es decir, que guarde relación con el coste del servicio.

Se estudia también en el Capítulo Tercero el fenómeno de los tipos de interés en la Comunidad. Aunque tradicionalmente no fueron examinados por las autoridades *antitrust* —debido, principalmente, a su vinculación con las políticas monetarias de los Estados miembros—, la sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en el caso *Van Eycke* viene a poner fin a semejantes reticencias, señalando que los acuerdos bancarios sobre intereses sólo quedaban excluidos del examen de las autoridades *antitrust* en la medida en que hubiesen sido impuestos o favorecidos por una disposición estatal.

Finalmente, en el Capítulo Cuarto, “*Los precios bancarios en el Derecho español de la Competencia*”, se estudia la posición adoptada por nuestro Tribunal de Defensa de la Competencia en relación con los acuerdos entre entidades de crédito, para fijar el precio de los servicios bancarios. Como bien señala, tras un riguroso examen, el Prof. GARCÍA CACHAFEIRO, a lo largo de la última década la autoridad *antitrust* española ha ido perfilando una doctrina acerca de los acuerdos de precios entre bancos, apoyándose en la clásica distinción —establecida por las autoridades comunitarias— entre tarifas aplicables a la clientela y comisiones interbancarias. De un lado, el Tribunal de Defensa de la Competencia estima que la fijación colectiva de las comisiones exigibles a la clientela infringe el artículo 1 de la Ley de Defensa de la Competencia, sin que dicha práctica pueda beneficiarse de una exención. De otro, el Tribunal sostiene que el establecimiento de una tasa de intercambio uniforme dentro de un sistema de

pagos, aunque restringe la competencia, puede beneficiarse de una autorización en determinadas condiciones.

Ciertamente, la problemática relativa a las comisiones vinculadas a los pagos con tarjetas ha adquirido una indudable relevancia social en España desde que, a finales de los años noventa, las asociaciones de pequeños comerciantes comenzaron a quejarse de unas comisiones que consideraban abusivas. En este contexto, y en los últimos años, se han sucedido diversas iniciativas, tanto de las autoridades políticas como del Tribunal de Defensa de la Competencia, con el fin no disimulado de reducir unas comisiones que se consideraban abusivas. En el trabajo del Prof. GARCÍA CACHAFEIRO se analiza pormenorizadamente el acuerdo celebrado en 1999, bajo el auspicio del Gobierno, entre los representantes del comercio y los representantes de las tarjetas que operan en nuestro país. Como es sabido, en este importante acuerdo se alcanzó el compromiso de reducir las comisiones que debían pagar los establecimientos comerciales pequeños. Dicho compromiso sectorial, relata el autor, obtuvo una autorización singular del Tribunal de Defensa de la Competencia, que consideró que el pacto reducía los costes del sistema y beneficiaba a sus usuarios. Posteriormente, el propio Tribunal concedió una autorización singular a la tasa de intercambio uniforme establecida en el seno de la tarjeta Euro 6000 de la CECA y, en un futuro próximo, deberá pronunciarse sobre las comisiones uniformes actualmente vigentes en las redes de tarjetas 4B y Visa España.

Por último, es digno de destacar el manejo más que solvente que hace el Prof. GARCÍA CACHAFEIRO de las Fuentes. Junto a una completa referencia bibliográfica, el autor nos obsequia con una muy útil relación de casos examinados: Sentencias de los Tribunales Federales norteamericanos, Sentencias de los Tribunales comunitarios, Decisiones de la Comisión Europea y Resoluciones del Tribunal de Defensa de la Competencia (páginas 421 a 433).

En fin, nos hallamos ante una obra magníficamente elaborada, que viene a confirmar —una vez más— las excelentes dotes investigadoras de su autor. El estudio del Derecho Bancario, siempre impulsado por la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* y por su Director, el Maestro D. Fernando SÁNCHEZ CALERO, encuentra en este trabajo un referente claro en una de sus relaciones más importantes, como es la que mantiene con el Derecho de la Competencia.

Manuel José Vázquez Pena