

ÍNDICE

Página

ARTÍCULOS

- La independencia del auditor y la *multidisciplinary practice*. M.^a Victoria Petit Lavall 7
- Algunas consideraciones de urgencia sobre la independencia del auditor. Christi de Amesti Mendizábal 47
- El ámbito objetivo del mercado de valores: delimitación del concepto “valor negociable” tras la introducción del concepto “instrumento financiero” y aproximación a este último. Nieves López Santana. 75

CRÓNICA

- El buen gobierno de las sociedades en Europa. Carmen Alonso Ledesma 129
- El plan de acción de servicios financieros (PASF) como instrumento de integración para la consecución del Mercado Financiero Único. María Jesús Peñas Moyano 159
- Contribución de la CNUDMI a la unificación del derecho que rige la financiación mediante cesión de créditos: la Convención de las Naciones Unidas sobre la Cesión de Créditos en el Comercio Internacional. Spiros V. Bazinas 181

JURISPRUDENCIA

- Carácter abusivo de la cláusula de redondeo exclusivamente al alza en los contratos de préstamo hipotecario a tipo de interés variable. Andrés Domínguez Luelmo 209

NOTICIAS

1.	Los trabajos de la comisión europea, “Solvencia I” y “Solvencia II”, en materia de entidades aseguradoras. <i>Lorena Ramírez Otero</i>	241
2.	Proyecto de Ley de Reforma de la Ley de Ordenación del Comercio Minorista. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	249
3.	Publicación de la Memoria del Servicio de Reclamaciones del Banco de España correspondiente a 2001. <i>Alfonso Guilarte</i>	251
4.	El Proyecto de Ley de Sociedad Limitada Nueva Empresa. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i>	252
5.	<i>Sarbanes-Oxley Act</i> , un paso adelante en la reforma regulatoria de las sociedades cotizadas norteamericanas. <i>Irantzu Irastorza</i>	254
6.	Novedades legislativas en materia de firma digital. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	261
7.	Francia: nueva regulación del voto de los accionistas no residentes en sociedades cotizadas. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	263
8.	Propuesta de modificación de la Directiva 68/151/CEE sobre información de ciertas empresas. <i>María Candelas Sánchez Miguel</i>	265
9.	Creación del nombre de dominio “.EU”. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	267
10.	Propuesta de modificación de las Directivas sobre cuentas anuales. <i>María Candelas Sánchez Miguel</i>	267
11.	Francia: nuevo Reglamento de la Comisión de operaciones bursátiles sobre ofertas públicas de adquisición. <i>Alberto J. Tapia Hermida</i>	270
12.	Trabajos de UNCITRAL sobre el desarrollo del comercio electrónico y los instrumentos internacionales relativos al comercio internacional. <i>Jaime Baillo Morales Arce</i>	272
13.	Aprobación de la Directiva sobre Comercialización a distancia de servicios financieros. <i>Pablo de Olavide</i>	273

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía	277
--------------	-----

ARTÍCULOS

LA INDEPENDENCIA DEL AUDITOR Y LA *MULTIDISCIPLINARY PRACTICE*

M.^a VICTORIA PETIT LAVALL
*Profesora Titular de Derecho mercantil
Universitat Jaume I de Castellón*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
 - II. LA INDEPENDENCIA DEL AUDITOR DE CUENTAS Y LA FALTA DE EXPRESA PROHIBICIÓN DE LA *MULTIDISCIPLINARY PRACTICE*.
 - III. NUEVAS PERSPECTIVAS EN TORNO A LA *MULTIDISCIPLINARY PRACTICE*.
 - 1. **La preocupación por la calidad de la auditoría y la independencia del auditor.**
 - 2. **El caso Enron y sus implicaciones para la independencia del auditor.**
 - 3. **La Sentencia del TJCE de 19 de febrero de 2002: el asunto Wouters.**
 - IV. LA *MULTIDISCIPLINARY PRACTICE*: ARGUMENTOS PARA SU PROHIBICIÓN.
-

I. INTRODUCCIÓN

- 1. Quizá uno de los temas de mayor actualidad jurídica en Derecho societario lo constituya el debate sobre independencia del auditor y la permisivi-

dad o no de la prestación por el auditor de cuentas para la sociedad auditada de otros servicios junto al de la auditoría de cuentas anual, comúnmente conocida como “*multidisciplinary practice*”. Quizá también sea éste uno de los temas en los que las soluciones legislativas y la doctrina reflejen las dos posturas o la influencia de los dos colectivos profesionales afectados, a saber, la abogacía y la auditoría.

El debate está de nuevo sobre la mesa debido a los recientes acontecimientos surgidos en el marco jurídico-económico: por un lado, desde la perspectiva de la abogacía, la sentencia del TJCE de 19 de febrero de 2002⁽¹⁾, conocida como el asunto Wouters; pero sobre todo, desde la perspectiva de la auditoría, por las consecuencias que está teniendo no sólo en EEUU, el caso Enron, uno de los últimos escándalos financieros ocurridos recientemente en ese país (junto a los posteriores Global Crossing, Tyco International y World-Com) y a su implicación en ella de la auditora Arthur Andersen. No fueron suficientes los distintos escándalos financieros anteriormente ocurridos en los EEUU, en el seno de la Unión Europea o en nuestro país (PSV, Banesto, más recientemente Gescartera)⁽²⁾ que hicieron que se abordase la cuestión de la independencia de los auditores y la admisibilidad de la *multidisciplinary practice*, abriéndose el debate en torno a la función del auditor, su responsabilidad y su independencia. Ha tenido que ser la mayor quiebra ocurrida en EEUU la que imponga, parece ser, una reforma legislativa, que viene a ser apoyada por el último escándalo financiero de nuestra banca (BBVA)⁽³⁾.

Como se ha afirmado⁽⁴⁾ la realidad ha puesto de manifiesto que “el control llevado a cabo por auditores externos no ha funcionado”, que la mayor garantía de la independencia del auditor no la ha constituido precisamente la reputación

(1) Sentencia TJCE, de 19 de febrero de 2002, asunto C-309/99.

(2) El 10 de febrero de 2002 el ICAC sancionó a Deloitte & Touche, que emitió un informe favorable, con una multa de 540.000 euros por las irregularidades cometidas en la auditoría de Gescartera, *El Mundo*, 22 de abril de 2002.

(3) El Ministerio de Economía ha ordenado al ICAC que abra una investigación a Andersen, que auditó las cuentas del ejercicio 2000, *El Mundo*, 22 de abril de 2002.

(4) SANZ PARAÍSO, L.F., “Las comisiones de auditoría y su cumplimiento”, en *El gobierno de las sociedades cotizadas* (coord. ESTEBAN VELASCO, G.), Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 1999, p. 401.

de las firmas auditoras, especialmente de las grandes (*big five*)⁽⁵⁾, dadas sus razones comerciales para conservarla e incrementarla⁽⁶⁾.

2. El presente trabajo analiza el peligro no sólo potencial sino real que para la independencia del auditor y, por consiguiente, para la institución de la auditoría de cuentas, presenta la admisión de la *multidisciplinary practice*. Desde nuestro actual régimen jurídico dicha práctica debe entenderse totalmente prohibida, así lo afirmamos ya hace años⁽⁷⁾ y continuamos manteniendo esta postura. Ello no podría ser de otro modo como ha evidenciado la realidad, que nos proporciona si cabe aún mayores argumentos (no han bastado los jurídicos) en apoyo no sólo de endurecer sino de prohibir clara y expresamente la *multidisciplinary practice*. Con la quiebra de Enron ha quebrado también el actual sistema de auditoría. Como en muchas ocasiones, es ilustrativo un chiste, en este caso atribuido a Bush⁽⁸⁾: “Acabo de recibir un mensaje de Saddam Husein y tengo que darles dos noticias, una buena y una mala. La buena es que acepta que se contabilicen sus armas nucleares, biológicas y químicas. La mala es que quiere que lo haga Arthur Andersen”.

II. LA INDEPENDENCIA DEL AUDITOR DE CUENTAS Y LA FALTA DE EXPRESA PROHIBICIÓN DE LA *MULTIDISCIPLINARY PRACTICE*

1. La auditoría de cuentas es una institución creada no sólo en interés de la sociedad auditada, sino de terceros, del mercado. Así lo reconoce la propia Exposición de Motivos de la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas (LAC): “La auditoría de cuentas es, por lo tanto, un servicio que se

(5) Andersen, PriceWaterhouseCoopers, Ernst & Young, KPMG, Deloitte & Touche.

(6) PAZ ARES, C., *La ley, el mercado y la independencia del auditor*, Cuadernos Civitas, Madrid, 1996, en especial pp. 41 y ss.; MARCOS, F., “The storm over our heads: the rendering of legal services by audit firms in Spain”, *International Journal of the Legal Professions*, vol. 7, n.º 1, 2000, p. 11. También destaca la reputación de las entonces seis grandes la Decisión 1999/152/CE de la Comisión, de 20 de mayo de 1998, por la que se declara la concentración entre Price Waterhouse y Coopers & Lybrand compatible con el mercado común, DO 1999, L 50, p. 27.

(7) PETIT LAVALL, M.^a V., *Régimen jurídico de la auditoría de cuentas anuales*, ICAC, Madrid, 1994, pp. 231 y 232; id., “El Informe Cadbury: un análisis sobre la objetividad, eficacia y responsabilidad de los auditores de cuentas”, *RGD*, núm. 603, diciembre 1994, pp. 12863 y ss.; id., “Un supuesto de violación del deber de independencia de los auditores de cuentas: la prestación simultánea en la empresa auditada de servicios de asesoría y de auditoría de cuentas”, *RJC*, 1996, n.º 3, pp. 121 y ss.

(8) *El País*, 24 de marzo de 2002, Negocios 16.

presta a la empresa revisada y que afecta e interesa no sólo a la propia empresa, sino también a terceros que mantengan relaciones con la misma, habida cuenta que todos ellos, empresa y terceros, pueden conocer la calidad de la información económico-contable sobre la cual versa la opinión emitida por el auditor de cuentas”.

Hoy día ya nadie discute o duda del interés público de la auditoría de cuentas, de la necesidad de un control externo de las cuentas anuales y del informe de gestión ⁽⁹⁾ para el funcionamiento de las empresas y, por tanto, del sistema de economía de mercado. Así lo ha afirmado la Comisión Europea: “El aumento de transparencia derivado de la armonización de la información financiera publicada por las sociedades, unido al aumento de fiabilidad de dicha información por el hecho de ser verificada por un profesional independiente y cualificado, es una contribución importante al establecimiento y funcionamiento del mercado único” ⁽¹⁰⁾.

2. Pero para que este control externo realmente funcione debe ser llevado a cabo por profesionales independientes. La *profesionalidad* y la *independencia* son las dos cualidades que deben poseer los auditores de cuentas, los dos pilares en los que se sustenta la institución y que garantizan su funcionamiento ⁽¹¹⁾. Así lo exigió la VIII Directiva 84/253/CEE, del Consejo, de 10 de abril de 1984, relativa a la autorización de las personas encargadas del control legal de documentos contables, cuyas condiciones de autorización se refieren, por un lado, a la capacitación profesional y, por otro, a la integridad personal e independencia. Y así lo ha continuado defendiendo la Comisión ⁽¹²⁾: “El aumento de transparencia derivado de la armonización de la información financiera publicada por las sociedades, unido al aumento de fiabilidad de dicha información por el hecho de ser verificada por un profesional independiente y cualificado, es una contribución importante al establecimiento y funcionamiento del mercado único”.

En efecto, la independencia del auditor de cuentas debe considerarse como nota característica de la propia institución de auditoría, “presupuesto indispen-

(9) Vid. recientemente en nuestra doctrina GALÁN CORONA, E., en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (coord. ARROYO y EMBID), vol. III, ed. Tecnos, Madrid, 2001, p. 1962.

(10) Comunicación de la Comisión relativa a la auditoría legal en la Unión Europea: el camino a seguir, DO C 143/12, de 8 de mayo de 1998.

(11) PETIT LAVALL, M.^a V., “Un supuesto de violación del deber de independencia de los auditores de cuentas...”, cit. supra, p. 122.

(12) Comunicación de la Comisión relativa a la auditoría legal en la Unión Europea: el camino a seguir, DO C 143/12, de 8 de mayo de 1998 (1.1).

sable para que su actuación cumpla los objetivos que la justifican”⁽¹³⁾; “principio general y absoluto que debe informar toda su actividad profesional”⁽¹⁴⁾. No es suficiente que el auditor sea un profesional competente y cualificado⁽¹⁵⁾, para realizar su función de revisor o controlador de la contabilidad. Su función culmina en la emisión de un informe que puede tener y tiene efectos frente a terceros. Por ello su trabajo debe ser objetivo, imparcial, ajeno a cualquier tipo de influencia fundamentalmente desde dentro de la propia entidad auditada; en definitiva, el auditor debe ser íntegro e independiente⁽¹⁶⁾.

Las normas reguladoras de la institución de la auditoría de cuentas no han sido ajenas a estas consideraciones. Siguiendo la VIII Directiva (84/253/CEE), nuestra legislación y la de los países de nuestro entorno comunitario han dedicado especial atención a la profesionalidad y a la independencia de los auditores de cuentas. Así, tanto la LAC (arts. 1.3 y 6 a 8) como el Reglamento de desarrollo de la Ley de Auditoría de Cuentas, de 20 de diciembre de 1990 (RAC) (arts. 1 y 21 a 28) exigen que esta actividad sea ejercida por personas físicas o jurídicas, independientes, íntegras y con un nivel de capacitación profesional elevado; en definitiva que sea ejercida por *profesionales o expertos independientes*.

Incluso el propio RAC incluye estas dos cualidades o requisitos que debe reunir el auditor de cuentas en la propia definición de auditoría contenida en su art. 1.1, definición que es más extensa y analítica que la del art. 1.1 de la LAC. El citado artículo define la auditoría de cuentas como: “La actividad, realizada por una persona *cualificada e independiente*, consistente en analizar, mediante la utilización de técnicas de revisión y verificación idóneas, la información económico-financiera deducida de los documentos contables examinados, y que tiene como objeto la emisión de un informe dirigido a poner de manifiesto su opinión responsable sobre la fiabilidad de la citada información, a fin de que se pueda conocer y valorar dicha información por terceros”.

3. Con respecto a la independencia, el art. 24 VIII Directiva (84/253/CEE) establece que los Estados miembros deben prescribir que las personas autorizadas para el control legal de los documentos previstos en el

(13) GALÁN CORONA, E., en *Comentarios a la ley de Sociedades Anónimas...*, cit. supra, p. 1963.

(14) ARANA GONDRA, F.J., “Ley de Auditoría”, en *Comentarios a la Legislación Mercantil* (dir. SÁNCHEZ CALERO), Edersa, Madrid, 1995, p. 313; SANZ PARAÍSO, L.F., “Las comisiones de auditoría y su cumplimiento”, cit. supra, pp. 402 y 403.

(15) La LAC establece en su art. 7.º (arts. 22 y ss. del Reglamento) los requisitos necesarios para ser auditor.

(16) En este sentido el TS, en sentencia de 10 de diciembre de 1998, RJ 1998\9883, ha declarado que debe presumirse la “indiscutible probidad” en el cometido de los auditores.

art. 1, apartado 1, no puedan efectuar dicho control cuando no sean independientes según el Derecho del Estado miembro que lo imponga. Por su parte, el art. 25 extiende lo prescrito en el artículo anterior a las personas físicas que realicen el control legal de dichos documentos en nombre de una sociedad de auditoría. Y, por último, el art. 26 establece la necesidad de que los Estados miembros garanticen que los mismos sean sancionados en caso de incumplimiento de los anteriores preceptos. De esta forma, la Directiva no define ni da una orientación sobre el requisito de independencia, sino que deja su concreción a la responsabilidad de cada Estado miembro. Hubiese sido deseable que, como mínimo, la Directiva hubiese previsto los criterios que los Estados debieran seguir al respecto con el fin de lograr una mayor homogeneidad⁽¹⁷⁾, un mínimo de protección y no saltarse una cuestión tan esencial, bajo el pretexto de que sería objeto de estudio posterior⁽¹⁸⁾.

En nuestro ordenamiento, la independencia del auditor de cuentas frente a la sociedad auditada viene establecida como principio por los arts. 8 de la LAC y 36 del RAC, siguiendo la VIII Directiva CEE. En concreto, la independencia se define en el art. 36.2 del RAC como “la ausencia de intereses o influencias que puedan menoscabar la objetividad del auditor”. En similares términos se expresan las Normas Técnicas de Auditoría (en adelante NTA). Así, la NTA 1.3.4 entiende por independencia la “actitud mental que permite al auditor actuar con total libertad respecto a su juicio profesional, para lo cual debe encontrarse libre de cualquier predisposición que limite su imparcialidad en la consideración objetiva de los hechos, así como en la formulación de conclusiones”. Por su parte, la objetividad “implica el mantenimiento de una actitud imparcial en todas las funciones del auditor”. Para ello, el auditor de cuentas deberá ser *totalmente independiente* en sus relaciones con la entidad auditada y no permitir ningún tipo de influencia.

4. La misma necesidad de independencia o ausencia de vínculos o influencias del auditor de cuentas respecto de la sociedad auditada preside la regulación de la auditoría efectuada por la Ley de Sociedades Anónimas, en concreto: la duración plurianual (art. 204); la prohibición de revocación *ad nutum* (arts. 204.3 y 206) o de resolución unilateral sin justa causa; el sistema de remuneración (vid. infra); el régimen de responsabilidad; el nombramiento

(17) PETIT LAVALL, M.^a V., *Régimen jurídico de la auditoría de cuentas anuales*, cit. supra, p. 218; id., “Un supuesto de violación del deber de independencia de los auditores de cuentas...”, cit. supra, p. 123.

(18) Este estudio ha sido realizado casi 20 años después y de forma no satisfactoria. Recomendación de la Comisión: Indépendance du contrôleur légal des comptes dans l'UE: principes fondamentaux, en http://europa.eu.int/comm/internal_market/fr/company/audit/official/index.htm. Vid. infra IV.

por la junta general y no por el órgano de administración o el control y supervisión por el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC)⁽¹⁹⁾. También estaba inspirada en la protección de la independencia del auditor la regla de rotación obligatoria establecida en el art. 204.1 LSA, que fue suprimida por la LSRL. Esta supresión fue en su día objeto de nuestra crítica, ya que supuso el triunfo de los intereses de la profesión reñidos a los de la institución⁽²⁰⁾, tal y

(19) Vid. entre otros GALÁN CORONA, E., “La verificación de las cuentas anuales”, en *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas* (dir. A. ROJO), ed. Civitas, Madrid, 1987, p. 332; id., “Las cuentas anuales y su verificación: aspectos jurídicos”, en QUINTANA CARLO, I., *El nuevo Derecho de las sociedades de capital*, ed. Trivium, Zaragoza, 1989, p. 283; id., en *Comentarios a la ley de Sociedades Anónimas...*, cit. supra, p. 1963; IGLESIAS PRADA, J.L., “La renuncia al cargo de auditor de cuentas: circunstancias justificativas y consecuencias jurídicas de la renuncia”, *RCDI*, n.º 623, julio-agosto 1994, p. 1502; ILLESCAS ORTIZ, R., en *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles* (dir. URÍA/MENÉNDEZ/OLIVENCIA), T. VIII, *Las cuentas anuales de la sociedad anónima*, vol. 2.º, Auditoría, aprobación, depósito y publicidad de las cuentas anuales, ed. Civitas, Madrid, 1993, p. 49; MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., “El contrato de auditoría y la terminación unilateral del mismo por el auditor”, *RCDI*, n.º 623, julio-agosto 1994, pp. 1494 y 1495; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La revocación del auditor de cuentas en la sociedad anónima”, *RdS*, n.º 2, 1994, p. 71; id., “La apreciación registral de la justa causa en la revocación del auditor de cuentas (comentario a la Resolución de la DGRN de 6 de febrero de 1996)”, *RDBB*, abril-junio 1996, n.º 62, pp. 485 y ss.; VICENT CHULIÁ, F., “Acotaciones al Libro Verde de la Comisión sobre ‘Función, posición y responsabilidad civil del auditor legal en la Unión Europea’”, *RGD*, n.º 628-629, 1997, pp. 637 y ss.; id., *Introducción al Derecho mercantil*, 15.ª ed., Tirant lo blanch, Valencia, 2001, pp. 410 y ss.; PETIT LAVALL, M.ª V., *Régimen jurídico...*, cit. supra, p. 279; id., “Prórroga del nombramiento de auditor de cuentas (RDGRN 13 septiembre 1994)”, *RdS*, n.º 4, 1995, pp. 268 y 269; BOET SERRA, E., en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas...*, cit. supra, pp. 2000 y ss.

(20) PETIT LAVALL, M.ª V., “La supresión de la regla de rotación obligatoria en el nombramiento de auditores de cuentas por la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada”, *RGD*, n.º 609, junio 1995, pp. 6905 y ss.; id., *Régimen jurídico...*, cit. supra, p. 277; id., “Prórroga del nombramiento de auditor...”, cit. supra, pp. 267 y ss.; id., “El Informe Cadbury: un análisis...”, cit. supra, p. 12868; GARCÍA HERRERA, A., “Comentario a la Resolución DGRN 25 octubre 1993”, en *RGD*, n.º 591, diciembre 1993, pp. 12017 y ss.; VÁZQUEZ LEPINETTE, T., “Comentario a la Resolución DGRN 13 septiembre 1994”, *RGD*, n.º 603, diciembre 1994, pp. 13034 y ss.; BISBAL I MÉNDEZ, J., “El gobierno de las compañías mercantiles: teoría, materiales y práctica”, *RDM*, octubre-diciembre 1997, p. 16796.

En contra IGLESIAS PRADA, J.L., “La duración del cargo de auditor. Consideraciones críticas”, *RdS*, n.º 3, 1994, pp. 12 y ss. y 31; PAZ ARES, C. y ARRUNADA, B., *Consecuencias económicas de la rotación obligatoria del auditor de cuentas*, Seminario de Economía de la Empresa, Universidad Pompeu Fabra, Barcelona, 30 de marzo de 1995; también sobre el tema PORFIRIO CARPIO, L.J., “El nombramiento de auditores tras la reforma del artículo 204.1 LSA (A propósito de la RDGRN de 14 de noviembre de 1997)”, en *Homenaje en memoria de Joaquín Lanzas y de Luis Selva*, t. II, Centro de Estudios Registrales, Madrid, 1998, pp. 1487 y ss.

como se está poniendo de manifiesto en la actualidad. La realidad impuesta por las disfunciones del sistema demanda como medida a tomar para incrementar la calidad de la auditoría, y concretamente la independencia del auditor, la instauración, en nuestro caso restauración, de la regla de rotación obligatoria, tanto en Europa⁽²¹⁾ como en EEUU⁽²²⁾. En España ésta parecía que era la solución que iba a adoptar la futura Ley de medidas de reforma del sistema financiero⁽²³⁾, aunque de momento no la contempla el Proyecto de Ley, que sólo modifica el art. 14.2.d) de la LAC ampliando el deber de revelación de los auditores de cuentas (art. 44)⁽²⁴⁾.

5. Junto a la exigencia genérica de independencia del auditor de cuentas, nuestro ordenamiento (art. 8 de la LAC y art. 37 Reglamento), al igual que el Derecho comparado, enumera los supuestos en los que existe incompatibilidad entre el auditor de cuentas y la sociedad a auditar, todos ellos debidos bien a la existencia de vinculación económica o a lazos familiares⁽²⁵⁾. En concreto, se

(21) Vid. Libro verde de la Comisión sobre Función, posición y responsabilidad civil del auditor legal en la Unión Europea (96/C 321/01) (4.15). Sin embargo, en la actualidad sólo se ha exigido la rotación en el equipo de auditoría de los principales asociados en el plazo de 7 años, así como una *vacatio* de dos años. Vid. Consultative Paper on Statutory Auditor's Independence in the EU: A Set of Fundamental Principles, 15 de diciembre de 2000; Primera respuesta de la UE a los aspectos políticos relacionados con el asunto Enron, Nota destinada a la reunión informal del Consejo Ecofin, Oviedo 12 y 13 de abril. http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/ecofin_2004_04_enron_es.pdf; Recomendación de la Comisión: Indépendance du contrôleur légal des comptes dans l'UE: principes fondamentaux en http://europa.eu.int/comm/internal_market/fr/company/audit/official/index.htm.

(22) Vid. D.S. HILZENRATH y J. SPINNER, "Democrats Propose Audit Reform", *WPost*, 8 de marzo de 2002.

(23) La enmienda núm. 168 del Grupo Parlamentario Popular en el Congreso proponía una duración máxima de 12 años del contrato de auditoría con una *vacatio* de tres años en sociedades cuyos valores estén admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores. Para las entidades sometidas a supervisión pública pero cuyos valores no están admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, al término de los 12 años sólo se proponía el cambio del socio del equipo de auditoría. (Boletín Oficial de las Cortes Generales. Congreso de los Diputados, Serie A, núm. 69-12, 17 de mayo de 2002). Vid. también la noticia en <http://5dias.com>, 9 de mayo de 2002, solución criticada por las auditoras; Expansiondirecto.com, 23 de mayo de 2002.

(24) Informe de la Ponencia sobre el Proyecto de Ley de medidas de reforma del sistema financiero (núm. Expte. 121/000069, *Boletín Oficial de las Cortes Generales*. Congreso de los Diputados, Serie A, núm. 69-15, 29 de mayo de 2002).

(25) Clasificación de GALÁN CORONA, E., en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas...*, cit. supra, pp. 1964 y 1965.

prohíbe que el auditor de cuentas ejerza su actividad de verificación o control de las cuentas anuales en una determinada sociedad en los siguientes supuestos: a) cuando ostente cargos directivos o de administrador o sea empleado de dichas empresas o entidades; b) cuando sea socio y accionista de las empresas o entidades en las que posea una participación superior al 0,5 por 100 del nominal del capital social o que aquella represente más de 10 por 100 del patrimonio personal del accionista o socio; c) cuando se esté unido por vínculos de consanguinidad o afinidad hasta el segundo grado, con los empresarios o con los directivos o administradores de las empresas o entidades; y d) cuando resulte incompatible de acuerdo con lo establecido en otras disposiciones legales.

En todo caso se da un concepto amplio de empresa o entidad auditada así como de auditor de cuentas. Empresa o entidad comprende no sólo la auditada sino que debe extenderse a aquellas otras con las que esté vinculada directa o indirectamente [art. 8.5.a) de la LAC]. Se entiende que dicha vinculación existe en todo caso “cuando una participe en la otra de forma directa o indirecta, o cuando ambas estén participadas por una misma Empresa o Entidad, creando una vinculación duradera. Se presumirá que constituye participación en el sentido antes expresado la titularidad de, al menos, el 20 por 100 del capital suscrito de otra u otras Sociedades, o del 3 por 100 si ésta cotiza en Bolsa” (art. 38.1 Reglamento). Por su parte, el régimen de independencia se aplica al auditor de cuentas no sólo cuando él sea el que esté incurso en falta de independencia, sino también su cónyuge y *los auditores de cuentas o sociedades de auditoría con los que tuvieran cualquier vinculación directa o indirecta* [art. 8.5.b) de la LAC]⁽²⁶⁾.

Esta enumeración de supuestos de incompatibilidad es ejemplificativa. Así se deduce del tenor de la propia LAC y su Reglamento, cuya regulación está presidida por el requisito de la independencia⁽²⁷⁾. Por ello, caben otros supuestos no expresamente contemplados por las normas, que hagan peligrar la imparcialidad y objetividad del auditor de cuentas.

6. Entre los supuestos que vulneran la independencia del auditor destaca la prestación a la sociedad auditada de otros servicios (frecuentemente asesora-

(26) El art. 38.3 Reglamento detalla cuándo existe esta vinculación.

(27) PETIT LAVALL, M.^a V., *Régimen jurídico de la auditoría de cuentas anuales*, cit. supra, p. 229; id., “Un supuesto de violación del deber de independencia de los auditores de cuentas...”, cit. supra, p. 131; GALÁN CORONA, E., en *Comentarios a la ley de Sociedades Anónimas...*, cit. supra, p. 1964.

miento jurídico, fiscal y contable)⁽²⁸⁾. Sin embargo, se omite en esta enumeración extrañamente el supuesto de la *multidisciplinary practice*. Y esta omisión sin duda no se debe a un olvido. No puede decirse que no fue prevista por el legislador porque en aquel momento no fuese una práctica común, tampoco porque se pensase que con ella no peligraba, cuanto menos, la independencia del auditor frente a la sociedad auditada.

La mayor aproximación al mismo es el tenor del art. 36.3 del Reglamento: “*Para apreciar la falta de independencia, se tomará en consideración, entre otras circunstancias, la realización para la Empresa o Entidad auditada de otros trabajos que puedan limitar la imparcialidad del auditor*”, considerándose que existe falta de independencia cuando el auditor de cuentas haya realizado trabajos durante los tres ejercicios anteriores al de auditoría de cuentas relativos a la ejecución material de la contabilidad de la empresa o entidad auditada. En anteriores ocasiones hemos criticado el tenor de este artículo, que no fue incluido en la LAC⁽²⁹⁾: a) porque el RAC no previó como supuesto de falta de independencia el ejercicio de la auditoría de cuentas y la ejecución material de la contabilidad de forma simultánea por el auditor, cuando en ambos casos existen al menos las mismas razones para su prohibición (contemplado por la NTA 1.3.6); siendo según el RAC una circunstancia que permitirá apreciar la falta de independencia; y b) porque junto con el supuesto de ejecución material de la contabilidad no se han previsto, como supuestos constitutivos de falta de independencia, la realización de cualquier otro servicio o la percepción de cualquier tipo de remuneración por el auditor de cuentas por la realización de cualquier otro trabajo o servicio para la entidad auditada, como lo es el supuesto de realización de cualquier tipo de asesoría. Estos deberán tenerse en consideración —según el RAC— para “apreciar la falta de independencia” (en el mismo sentido NTA

(28) La Decisión 1999/152/CE de la Comisión, de 20 de mayo de 1998, por la que se declara la concentración entre Price Waterhouse y Coopers & Lybrand compatible con el mercado común, cit. supra, describe los distintos servicios que son prestados por las grandes auditoras. Al respecto establece que las auditoras han dividido la gama de servicios profesionales en cinco grandes líneas, que constituyen los mercados de producto de referencia: auditoría y contabilidad; asesoría y tramitación fiscal; consultoría de gestión; insolvencias y asesoría financiera de empresas. Dentro de los servicios contables se incluyen los servicios de asesoramiento contable y de carácter general, sistemas de seguros, valoración del riesgo empresarial, auditoría interna, trabajos preparatorios para la adquisición de nuevas empresas, preparación de informes relacionados con la salida a bolsa de acciones e informes posteriores a adquisiciones, entre otros.

(29) PETIT LAVALL, M.^a V., *Régimen jurídico...*, cit. supra, p. 231; id., “Un supuesto de violación del deber de independencia de los auditores de cuentas...”, cit. supra, pp. 130 y ss.; MARINA GARCÍA-TUÑÓN, A., *Régimen jurídico de la contabilidad del empresario*, ed. Lex Nova, Valladolid, 1992, pp. 270 y 271.

1.3.6). Parece que en el art. 36.3 del RAC se refleja el intento del legislador de querer prohibir la *multidisciplinary practice* y el poco éxito del mismo.

7. Lo que sí es cierto es que la no inclusión de la *multidisciplinary practice* en la enumeración de las causas de incompatibilidad fue realmente “oportuna”. La falta su prohibición expresa y clara abrió paso a un debate —todavía inconcluso— al respecto: ¿está prohibida la *multidisciplinary practice* en nuestro Derecho, es decir, existen suficientes elementos normativos para poder afirmar la prohibición, o por el contrario, es necesaria una reforma para que la misma quede prohibida? Y si tiene que reformarse la legislación para poder prohibir la *multidisciplinary practice*, ¿es realmente conveniente prohibirla? Ha habido opiniones para todos los gustos y sigue habiéndolas, lo que todavía nos extraña más dados los últimos escándalos financieros y su repercusión en el mercado financiero y, en particular, en el de la auditoría.

III. NUEVAS PERSPECTIVAS EN TORNO A LA *MULTIDISCIPLINARY PRACTICE*

1. La preocupación por la calidad de la auditoría y la independencia del auditor

1. Desde la promulgación de la VIII Directiva 84/253/CEE del Consejo, de 10 de abril de 1984, y la consiguiente implantación de la auditoría de cuentas con carácter obligatorio en la Unión Europea, distintos escándalos financieros han originado en el seno de la Unión, así como en diversos países, un debate sobre las expectativas de la auditoría. Preocupados por el mal funcionamiento del sistema, de la institución garante de que la información contable ofrecida por las empresas es veraz, refleja la imagen fiel de las mismas (*true and fair view*), y por tanto, básica y necesaria para garantizar la transparencia y la confianza del público en el mercado, han ido viendo la luz distintos informes que contienen recomendaciones, incluso propuestas de reforma legislativa, dirigidos a incrementar —ahora debemos hablar de renovar— las esperanzas o expectativas del público en la institución. Así, como era lógico ha sido objeto de particular consideración la independencia del auditor y las medidas a adoptar para garantizarla, abordándose en particular la *multidisciplinary practice*, una realidad frecuente en el mercado de la auditoría. En este sentido, todos los informes contienen algún tipo de reflexión sobre la *multidisciplinary practice*, aunque hasta la fecha ninguno ha planteado como propuesta su total prohibición. Sin duda alguna son reflejo de los intereses de la propia institución⁽³⁰⁾.

(30) VICENT CHULIÁ, F., “Acotaciones al Libro Verde de la Comisión sobre ‘Función, posición y responsabilidad civil del auditor legal en la Unión Europea’”, cit. supra, p. 640.

2. El primero de los informes surgió hace ahora ya una década en Gran Bretaña. El 1 de diciembre de 1992, el Comité Cadbury emitió su Informe, “*Aspects of Corporate Governance*”, cuyo *Code of Best Practice*, comúnmente conocido como Código Cadbury, abordó la cuestión de la prestación por los auditores de cuentas para la sociedad auditada de otros servicios profesionales junto a la auditoría legal. Preocupado el Código Cadbury por la falta de confianza del público en los informes financieros de las empresas y por la falta de capacidad de los auditores de ofrecer las garantías que de ellos esperan obtener sus destinatarios, dio una serie de recomendaciones para paliar estas deficiencias dirigidas a estrechar las denominadas *expectations gaps* (expectativas frustradas), es decir, la diferencia existente entre el resultado de las auditorías y lo que el público espera de ellas (párrafo 5.4)⁽³¹⁾. Al respecto el Código declaró que los auditores deben trabajar “siempre con objetividad profesional, es decir, utilizando su capacidad profesional de manera imparcial y manteniendo un distanciamiento crítico y la conciencia de responsabilidad ante quienes los contratan formalmente” (párrafos 5.7 y 5.8). De este modo, el Código partió de la premisa de la necesidad de garantizar la independencia del auditor para el buen funcionamiento de la institución.

En este sentido se pronunció el Comité sobre la conveniencia de impedir la *multidisciplinary practice*. Afirmó que una prohibición de la misma aumentaría la objetividad del auditor, ya que se “evitaría la presión sobre los auditores para que cediesen ante la dirección en temas de la auditoría por miedo a comprometer los otros servicios; y eliminaría cualquier tentación para los auditores de hacerse cargo de auditorías que pudieran ofrecer a precios rebajados en la esperanza de obtener trabajos, fuera de la auditoría, más remuneradores”. Concluyó, sin embargo, siguiendo las directrices de la propia profesión, que una prohibición en este sentido limitaría la libertad de elección a las empresas de sus fuentes de asesoramiento e incrementaría el gasto en esta partida, hechos éstos que deben primarse —así lo juzgó el Comité— sobre el “posible” aumento de la

(31) Fueron distintos escándalos financieros (quiebra del BCCI en EEUU; asunto Maxwell en el Reino Unido) y las Consideraciones de la sentencia en el asunto Caparo Industries las que originaron la creación del Comité Cadbury en mayo de 1991. Integrado por el Financial Reporting Council; la London Stock Exchange y la profesión contable inglesa el Comité dio una serie de recomendaciones dirigidas básicamente a las sociedades cotizadas cuyos objetivos eran principalmente dos: a) el incremento de la calidad de la gobernabilidad de las empresas y b) el incremento del nivel de confianza del público en la información contable y en las auditorías de cuentas. Vid. al respecto SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Gran Bretaña: la posición de los auditores en la sociedad anónima”, *RDBB*, n.º 47, julio-septiembre 1992, pp. 860 y ss.; PETIT LAVALL, M.^a V., “El Informe Cadbury: un análisis sobre la objetividad, eficacia y responsabilidad de los auditores de cuentas”, cit. supra, pp. 12863 y ss.

objetividad⁽³²⁾. Para atemperar, de algún modo, la permisibilidad de que los auditores de cuentas realizasen la auditoría junto con cualquier otro trabajo o servicio para la entidad auditada, el Comité recomendó que se publicasen las remuneraciones que se pagan a los auditores por los trabajos distintos de los de auditoría (párrafo 5.11), de tal forma que se pusiese de manifiesto hasta qué punto la independencia se ha visto condicionada por los ingresos obtenidos de otras actividades. Propuso la modificación del art. 390 B de la *Companies Act 1985*, que contempla la posibilidad de que el *Secretary of State* dicte una resolución que exija que la sociedad revele dichas remuneraciones, pero cuya publicación no es siempre obligatoria⁽³³⁾.

Continuador del mismo, el Informe Hampel⁽³⁴⁾ también contuvo algunas reflexiones sobre la independencia del auditor, no todas ellas acertadas, como ha demostrado la realidad. Afirmó el Comité que elaboró este documento (6.8) que “las firmas de auditoría tienen muy poderosas razones comerciales para mantener una intachable reputación de independencia, aunque puede existir la tentación de ceder en el terreno de la independencia cuando los ingresos de una firma auditora dependan significativamente de un solo cliente”, proponiendo al respecto reducir el límite del 10 por 100 del total de los ingresos de la auditora provenientes de la sociedad auditada. Al mismo tiempo, se encomienda al Comité de Auditoría⁽³⁵⁾ la supervisión de la relación financiera general entre el auditor y la sociedad auditada, en concreto la naturaleza y alcance de los servicios profesionales prestados por el auditor a la sociedad auditada distintos de la auditoría, siempre que éstos representen un *importante volumen, buscando el equilibrio entre la conservación de la objetividad y el importe satisfecho por los servicios prestados* (6.9).

3. En 1996 se pronunció la Comisión Europea en el Libro Verde sobre la función, posición y responsabilidad civil del auditor legal en la Unión Euro-

(32) Vid. PETIT LAVALL, M.^a V., “El Informe Cadbury...”, cit. supra, pp. 12863 y ss.; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Gran Bretaña: la posición de los auditores...”, cit. supra, pp. 860 y ss.; FINCH, V., “Board Performance and Cadbury on Corporate Governance”, *The Journal of Business Law*, noviembre de 1992, pp. 581 y ss.; id., “Corporate governance and Cadbury: self-regulation and alternatives”, *The Journal of Business Law*, enero de 1994, pp. 52 y ss.

(33) PETIT LAVALL, M.^a V., “El Informe Cadbury...”, cit. supra, p. 12868.

(34) Informe Final del Comité sobre el Gobierno Corporativo de enero de 1998, *RdS*, n.º 12, 1999, pp. 405 y ss.

(35) Creado por el Informe Cadbury [4.35.a) y b)]. Compuesto por Consejeros no ejecutivos, entre cuyas obligaciones está la supervisión del alcance y los resultados de la auditoría, de su rentabilidad y de la independencia y objetividad de los auditores.

pea⁽³⁶⁾. Se consideró que la independencia es una de las prioridades de actuación, debiendo aprobarse un conjunto de normas básicas y uniformes para todos los Estados miembros. La independencia del auditor comprende tanto la independencia interna o de espíritu, es decir, la disposición a tomar en consideración todos los elementos relacionados con la tarea a llevar a cabo, como la independencia externa o evitar aquellos hechos y circunstancias tan notorios que puedan llevar a un tercero informado a cuestionar la objetividad del auditor (4.8).

En cuanto a la *multidisciplinary practice* y la independencia del auditor de cuentas, el informe considera que constituye un riesgo para la independencia del auditor. Puede perjudicar su objetividad, siendo necesaria la adopción de medidas al respecto: limitación de los servicios que pueden prestar; desglose de honorarios de los servicios de auditoría y otros servicios. Y se señala que el auditor deberá asegurarse que ni él ni su sociedad intervendrán en la administración ni en la toma de decisiones de la sociedad auditada, ni en la elaboración de los estados financieros, valoración de activos o pasivos, resolución de litigios que pudieran influir de forma significativa en los estados financieros; ni llevar a cabo servicios que repercutan directamente en los altos directivos, como por ejemplo en su contratación (4.14). Afirmar que la prohibición total de la *multidisciplinary practice* “resolvería claramente el problema de la independencia cara al exterior”, aunque considera que esta solución no es viable, puesto que —afirma— es muy fácil de eludir una prohibición como ésta, al hacer que preste el servicio una empresa asociada o perteneciente al mismo grupo (4.13).

El 15 de enero de 1998, el Parlamento Europeo aprobó una Resolución favorable en lo fundamental al Libro verde, subrayando la importancia del auditor para dar credibilidad a los informes financieros de las empresas, aspecto fundamental para el mercado interior. Insistió en la necesidad de introducir normas comunitarias sobre la independencia del auditor. En este sentido, la Comisión⁽³⁷⁾ “garantizará que se estudie con especial atención si los servicios distintos de la auditoría perjudican o podrían perjudicar a la independencia del auditor” (3.11), lo que se ha producido en mayo de 2002⁽³⁸⁾.

4. En nuestro país el debate sobre la auditoría se plasmó en el Libro Blanco de la auditoría de cuentas en España, entre cuyos puntos figuraba la independencia del auditor. Siendo el promotor del estudio el Instituto de Censores Jurados de Cuentas no es de extrañar que el Libro Blanco se manifestase

(36) DO C 321, de 28 de octubre de 1996, p. 1.

(37) Comunicación de la Comisión relativa a la auditoría legal en la Unión Europea: el camino a seguir, DO 98/C 143/03, de 8 de mayo de 1998.

(38) Recomendación de la Comisión: *Indépendance du contrôleur légal des comptes dans l'UE: principes fondamentaux*. Vid. infra IV.

favorable a la prestación por el auditor de cuentas de otros servicios para la sociedad auditada, junto con la auditoría legal. Eso sí, “siempre que mantengan la independencia, integridad y objetividad exigibles en el desarrollo de sus funciones”. En este sentido, siguiendo las consideraciones de la FEE (*Fédération des Experts Comptables Européens*) afirma: “No hay duda de que el suministro de otros servicios a un cliente de auditoría enriquece el conocimiento del auditor sobre sus negocios y operaciones, lo que repercutirá en un resultado mejor de la auditoría, siempre que se contemplen los oportunos mecanismos para que la objetividad y la independencia queden salvaguardadas” (39).

También se pronuncia sobre la cuestión el Código de Buen Gobierno, conocido como Informe Olivencia (40), en el que en materia de independencia del auditor, cuya salvaguarda se encomienda a las comisiones de auditoría, se reconoce que la admisión de la *multidisciplinary practice* constituye un riesgo para la independencia del auditor. Pero sólo se recomienda que se tenga en cuenta la totalidad de los ingresos percibidos por el auditor y el porcentaje que sobre los mismos representan los honorarios percibidos por todos los servicios prestados a la entidad auditada distintos a la propia auditoría de cuentas, entendiendo que si se supera determinado límite podría considerarse que no existe independencia (41).

5. El conjunto de informes posee un denominador común: la preocupación, incluso del propio sector, por la calidad de la auditoría y el *gap* de expectativas entre lo que el público espera y lo que los profesionales de la auditoría creen que debe ser la misma, uno de cuyos elementos lo constituye la independencia. No obstante, aunque partidarios de una definición y homogeneización a nivel europeo de qué debe ser la independencia, estableciéndose unas incompatibilidades mínimas iguales, respecto a la *multidisciplinary practice* las opiniones vertidas hasta el momento son uniformes: su admisión. Pese a considerarse que la prestación conjunta de la auditoría de cuentas con otros servicios a la entidad auditada pone en peligro o implica un riesgo para la independencia del auditor, la misma presenta beneficios para la entidad auditada, reduce el precio global de los servicios prestados a la sociedad auditada y facilita la labor del

(39) Vid. *Libro Blanco. La auditoría de cuentas en España*, Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas de España, Madrid, 1997, en especial pp. 162 y 163.

(40) Vid. sobre el mismo los trabajos incluidos en *El gobierno de las sociedades cotizadas*, cit. supra.

(41) SANZ PARAÍSO, L.F., “Las comisiones de auditoría y su cumplimiento”, cit. supra, p. 405. Esta solución estima MARCOS, F. (“The storm over our heads: the rendering of legal services by audit firms in Spain”, cit. supra, p. 20) que es la más adecuada para mantener la independencia del auditor; autor que sostiene que debe admitirse la *multidisciplinary practice*.

auditor al enriquecer su conocimiento sobre las operaciones y negocios de la entidad auditada.

Los diversos escándalos financieros todavía no habían causado mella en el sistema. El poder de las auditoras, las *big five*, también salpicadas por estos escándalos, todavía se dejaba entrever. Las consideraciones vertidas en pro de la *multidisciplinary practice*, cuyos argumentos a favor partían de la reducción de costes para las firmas auditadas, olvidaban otros de mucha mayor trascendencia: el peligro no solo potencial, sino real para la independencia del auditor y con ello, directamente, el peligro real para la subsistencia de la institución en los términos actuales. En efecto, no hay que olvidar que el trabajo del auditor tiene un carácter público, dirigido no a quienes lo han nombrado o contratado, sino a los accionistas y a terceros en general. Y en ello, lo último que importa es el coste que representa para la sociedad auditada. En apoyo de esta afirmación no han bastado distintos escándalos financieros, ni las posiciones doctrinales mantenidas por un sector —siempre contrastadas desde otro—, ni siquiera la “lucha” mantenida por otro sector profesional: la abogacía. Ha tenido que ser recientemente el caso Enron el que parece va a marcar un antes y un después en la regulación de este aspecto tan trascendental para la auditoría⁽⁴²⁾.

2. El caso Enron y sus implicaciones para la independencia del auditor

1. La declaración de quiebra presentada el 2 de diciembre de 2001 por la compañía estadounidense Enron ha sido calificada como el mayor escándalo financiero ocurrido en los EEUU, cuya repercusión ha traspasado las fronteras de ese país. Enron, que en el año 2000 constituía la séptima compañía norteamericana en beneficios, presentaba un año después su declaración de quiebra, la mayor quiebra de la historia de los EEUU⁽⁴³⁾. Las consecuencias de la quie-

(42) BETANCOR RODRÍGUEZ, A., “El caso ENRON: un análisis desde el Derecho Público”, *La Ley*, 14 de marzo de 2002, p. 1, afirma que Enron “está llamado a convertirse en un *leading case*”.

(43) Enron, compañía eléctrica estadounidense, creó un entramado de unas 3.500 filiales y sociedades instrumentales (*Special Purpose Entities*, SPE). Son sociedades que para ser consideradas independientes de la matriz o sociedad dominante del grupo sólo necesitan un inversor externo que aporte como mínimo el 3 por 100 del capital, de tal modo que la dominante no está obligada a presentar cuentas consolidadas del grupo. Esta estructura, que es completamente legal en los EEUU, fue utilizada por Enron en muchas ocasiones para sacar de su balance activos no rentables con la finalidad de ofrecer una imagen saneada. Además, entre los socios de las SPE figuraban directivos de Enron que obtuvieron un lucro personal. El escándalo

bra están afectando al marco regulatorio del mercado financiero norteamericano, puesto que han supuesto una crisis del sistema jurídico norteamericano caracterizado por la desregulación. Fundamentalmente está haciendo que se replantee la regulación del gobierno de la empresa, del mercado de valores, de las normas de contabilidad y, en lo que nos concierne, de los auditores de cuentas ⁽⁴⁴⁾.

Directamente implicada la auditora Arthur Andersen, cuya responsabilidad civil e incluso penal están por determinar ⁽⁴⁵⁾, lo que por el momento sí ha supuesto es el hundimiento del prestigio de la profesión y de la utilidad y credibilidad de la institución. En efecto, la quiebra se produjo al aflorar una serie de maniobras contables no detectadas por la auditora Andersen, firma que

saltó el 16 de octubre de 2001 cuando se desveló que tres de estas SPE (Chewco, LMJ1 y LMJ2) no habían cumplido los requisitos para permanecer fuera del balance de Enron, lo que provocó una reducción de los beneficios de la compañía entre 1997 y 2000 de casi 600 millones de dólares. Un día después la compañía anunciaba que debía reducir sus fondos propios en 1.010 millones de dólares por haber contabilizado incorrectamente como activos acciones de Enron utilizadas para financiar cuatro SPE denominadas Raptors, así como también realizó otras operaciones con otras entidades utilizadas para maquillar o camuflar el endeudamiento. Ver Informe del *Special Investigation Committee*, 1 de febrero de 2002, <http://www.washingtonpost.com>, así como los distintos artículos publicados en dicho diario por D.S. Hilzenrat.

⁽⁴⁴⁾ En opinión de M. LIPTON y J.W. LORSCH, “A modest Proposal for Dealing with Enron Crisis”, 12 de febrero de 2002, la debacle Enron/Andersen ha cuestionado las prácticas contables y corporativas de los EEUU. El 7 de marzo el Presidente Bush presentó 10 propuestas legislativas (10 *point corporate-accountability plan*): *Auditor Independence Act of 2002* (en el Senado, S. 1896.IS); *Accountability for Accountants Act of 2002* (en el Congreso, H.R.3617.IH); *Financial Accuracy in Reporting Act of 2002* (en el Congreso, H.R. 3736.IH); *To prevent accountants from providing non-auditing services to audit clients* (en el Congreso H.R. 3693.IH); *Comprehensive Investor Protection Act of 2002* (en el Congreso H.R. 3818.IH); *Investor Confidence in Public Accounting Act of 2002* (En el Senado S. 2004.IS); *Corporate and Criminal Fraud Accountability Act of 2002* (en el Senado S. 2010.IS); *Investor, Shareholder, and Employee Protection Act of 2002* (en el Congreso H.R. 3795.IH); *Truth and Accountability in Accounting Act of 2002* (en el Congreso H.R. 3970.IH); *Corporate and Auditing Accountability, Responsibility, and Transparency Act of 2002* (en el Congreso H.R. 3763.IH). Vid. ROJAS MARTÍNEZ, J.J., “Reformas legales proyectadas en EEUU tras la quiebra de Enron”, *La Ley*, 3 de junio de 2002, p. 2.

⁽⁴⁵⁾ Andersen, que venía auditando las cuentas de Enron desde 1985, se ofreció a pagar 750 millones de dólares para dar por cerradas las demandas interpuestas por los accionistas y empleados de la compañía. La oferta ha sido rechazada y parece que Andersen está dispuesta a pagar hasta 1.000 millones para cerrar las causas judiciales pendientes (*Expansión*, 22 de febrero de 2002; *Washington Post*, 12 de marzo de 2002). El 15 de junio de 2002 el jurado ha declarado a Andersen culpable de un delito de obstrucción a la justicia. La compañía se enfrenta a una posible multa de 500.000 dólares y a una orden de suspensión de la SEC. No obstante, la auditora ha anunciado su intención de apelar la sentencia. Vid. <http://www.washingtonpost.com>, 16 de junio de 2002; *El Mundo*, 16 de junio de 2002, p. 40.

también prestaba servicios de consultoría a la empresa energética norteamericana⁽⁴⁶⁾. Las relaciones entre Andersen y Enron eran muy estrechas. La auditora también realizaba la auditoría interna de Enron, por la que facturaba 25 millones de dólares al año, así como prestaba servicios de consultoría, por los que facturaba 27 millones de dólares anuales. Era tan intensa la colaboración entre las dos firmas en Houston, que se hacía difícil distinguir entre los empleados de Enron y de Andersen, pasando muchos ejecutivos de Arthur Andersen a las filas de Enron, lo que hizo que el equipo financiero de la compañía eléctrica terminase siendo dirigido por socios de la auditora⁽⁴⁷⁾.

2. Fundamentalmente el caso Enron, aunque también otros muchos en parecidos términos, han hecho que el público a quien va dirigido el informe de auditoría, que garantiza la veracidad de la situación patrimonial y financiera de la empresa, carezca actualmente de elementos de apoyo para fiarse de la función que están desarrollando los auditores. Quién si no el auditor está mejor capacitado para poner de manifiesto las divergencias entre la contabilidad de la entidad auditada y su situación económico-patrimonial. Y si éste no detecta estas discrepancias, ni siquiera pone de manifiesto las situaciones de crisis empresariales, se hace necesaria una urgente reforma de la institución.

En este sentido, junto a una modificación del sistema de supervisión, y control de los auditores, especialmente los americanos, caracterizado por el autocontrol, constituye la independencia del auditor el tema central de debate⁽⁴⁸⁾. Es obvio ya que no funciona la permisividad de la *multidisciplinary practice*. Y ello es obvio para las grandes auditoras, contrariamente a posturas mantenidas en su día por nuestra doctrina más autorizada o por el Libro Verde de la Comisión. El auditor de cuentas, lo ha demostrado por desgracia la experiencia práctica, no puede prestar otros servicios de asesoría o consultoría a la entidad auditada.

3. La tendencia a la prestación de otros servicios unidos al de la auditoría ha sido fruto de la competencia del propio sector, cuyo resultado ha sido la

(46) Lo mismo había pasado ya anteriormente aunque sin tantas repercusiones: caso BFA (*The Washington Post*, 6 de diciembre de 2001); Global Crossing (*Expansión*, 22 de febrero de 2002, p. 14); Cendant Corporation, Oxford Health Plans, MicroStrategy, Waste Management, Sunbeam Corporation, Livent, and McKesson HBOC. Vid. LEIBELL, J.N., "Auditor independence: fact or fiction?", <http://www.blbglaw.com/pubworks/jlauditind.pdf>; *El País*, 24 de marzo de 2002, Negocios 17).

(47) ROJAS MARTÍNEZ, J.J., "Reformas legales proyectadas en EEUU tras la quiebra de Enron", cit. supra, p. 1.

(48) *El País*, 11 de marzo y 14 de marzo de 2002, informó que existen más de 30 propuestas de reforma legislativa.

reducción del precio de las auditorías⁽⁴⁹⁾ y, en consecuencia, del margen de beneficios⁽⁵⁰⁾, por lo que han buscado otras prácticas más lucrativas y métodos más eficientes y de menor coste para proporcionar los servicios de auditoría⁽⁵¹⁾, estando las auditoras más preocupadas por sus cuentas de resultados que por el control externo que deben efectuar⁽⁵²⁾. En la actualidad son mayores los ingresos que perciben por tales servicios que por la auditoría⁽⁵³⁾. De esta forma los auditores han pasado de ser *watchdogs* a convertirse en abogados y vendedores de creativas estructuras financieras y asesores de reducción de impuestos⁽⁵⁴⁾. La auditoría se ha convertido en uno más de los servicios prestados a la entidad auditada, servicios extra-auditorías que incluyen las más variadas formas de consultoría y asesoría jurídica y fiscal. Ya la discusión no está en si deben ser *watchdogs* o *bloodhounds*, sino en qué mecanismos deben arbitrarse para no ser perritos falderos (*lap dogs*)⁽⁵⁵⁾. La admisión de la *multidisciplinary practice* ha servido para que las auditoras “cierren los ojos”, para que su imparcialidad e independencia hayan desaparecido ante el temor de que un informe desfavora-

(49) La realidad ha demostrado que no es cierta la tesis sostenida por BRAUN, F., “Gebührendruck und Prüfungsqualität bei Pflichtprüfungen mittelständischer Unternehmen”, *BB*, 1996, 19, pp. 999 y ss., para quien la presión de la remuneración puede afectar a los auditores medianos que auditan a empresas de tamaño medio sometidas a la obligación legal de auditarse, pero no a las grandes auditoras que poseen una posición de fuerza en el mercado.

(50) En los últimos años el mercado de las auditorías se ha convertido en un oligopolio de firmas (*big five*) que auditan la mayoría de las sociedades cotizadas a la vez que les prestan otros múltiples servicios de asesoría. Vid. datos en *Expansión*, 22 de febrero de 2002, p. 3; *WPost*, 6 de diciembre de 2001. También en MARCOS, F., “The storm over our heads: the rendering of legal services by audit firms in Spain”, cit. supra, p. 9.

(51) M. LIPTON y J.W. LORSCH, “A modest Proposal for Dealing with Enron Crisis”, 12 de febrero de 2002; AMESTI, CH., “Gran Bretaña: limitación del riesgo de los auditores”, *RDBB*, n.º 63, julio-septiembre de 1996, p. 848.

(52) Ver “US.SEC Final Rule: Revision of the Commission’s Auditor Independence Requirements”. <http://www.sec.gov/rules/final/33-7919.htm>. También MARCOS, F., “La auditoría de cuentas en el Derecho federal norteamericano. Especial consideración del problema de la falta de independencia del auditor”, *RDM*, n.º 223, enero-marzo 1997, pp. 188-190.

(53) Las cifras son conmovedoras. P. ej. KPMG facturó a Motorola Inc. 3,9 millones \$ por auditoría y 62,3 por otros servicios; Ernst & Young facturó a la compañía Sprint Corp. 2,5 mill. \$ por auditoría y 63,8 por otros servicios; PriceWCoop. Facturó a AT&T Corp. 7,9 mill. \$ por auditoría y 48,4 por otros servicios. *WPost*, 8 de diciembre de 2001.

(54) M. LIPTON y J.W. LORSCH, “A modest Proposal for Dealing with Enron Crisis”, 12 de febrero de 2002.

(55) Juez William C. Conner (1997), *WPost*, 6 de diciembre de 2001.

ble o con reservas pusiese en peligro los ingresos provenientes no de la auditoría sino de la asesoría y consultoría, superiores a los de la auditoría.

El escándalo Enron/Andersen es el más notorio y de mayor alcance de una serie de fallos de la profesión auditora⁽⁵⁶⁾, aunque no hay que olvidar los fallos en nuestro sistema (PSV, Banesto) y recientemente Gescartera y BBVA. El caso Enron/Andersen ha sorprendido en el contexto español en pleno debate sobre la reforma de la LAC. En este sentido el debate debe centrarse en nuestro Derecho no en si es o no admisible dicha práctica, sino en si está ya prohibida o no, e incluso si estando prohibida es necesaria una reforma legislativa para incluirla de forma expresa en el catálogo antes visto de incompatibilidades.

4. De momento, ha sido el mercado el que ha tomado la última decisión. Las *big five* —que pueden llegar a convertirse en las *big four*⁽⁵⁷⁾—, han adoptado la decisión formal de separar las dos actividades, sin duda para recuperar el prestigio perdido⁽⁵⁸⁾. De este modo, las auditoras acabarán por convertirse en lo que debieron ser, puramente auditoras, que es lo que fueron en sus inicios y fundamentó la institución⁽⁵⁹⁾. En efecto, el actuar como asesor, en el interés exclusivo del cliente, es completamente diferente del “escepticismo profesional” exigido del auditor. Al mismo tiempo, el ordenamiento jurídico, tanto en

(56) Vid. recientemente PETIT LAVALL, M.^a V., “La responsabilidad civil del auditor de cuentas frente a terceros”, en *Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, Vol. II, McGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 2223 y ss.

(57) En España Arthur Andersen proyecta aliarse con Deloitte & Touche, lo que está siendo objeto de estudio por el Servicio de defensa de la Competencia (entre ambas alcanzarían una cuota de mercado del 37,5%). En el Reino Unido Andersen se ha unido con Deloitte. También en Italia, aunque está pendiente de la aprobación por las autoridades antimonopolio. Por el contrario, en Francia se ha unido a KPMG y en Alemania a Ernst & Young (*El Mundo*, 16 de junio de 2002, p. 40). En EEUU Andersen ha perdido 763 clientes este año (tenía 2.310 clientes a finales de agosto de 2001) y cuenta con alrededor de 10.000 empleados (de los 28.000 que tenía anteriormente). *Wpost*, 16 de junio de 2002.

(58) “US.SEC Final Rule...”, cit. supra, p. 8. Así, Ernst & Young vendió su filial de consultoría a Cap Gemini hace dos años; KPMG sacó a bolsa KPMG Consulting; PriceWaterhouseCoopers anunció en mayo 2002 la segregación de la línea de consultoría a través de una OPV; Andersen ha incorporado al ex presidente del Consejo de la Reserva Federal para que presida un Consejo de Supervisión Independiente que trabaje con Arthur Andersen LLP para revisar sus prácticas de auditoría. Queda Deloitte & Touche que todavía no se ha pronunciado sobre la estrategia a seguir tras el caso Enron. Vid. *Expansióndirecto*, 23 de mayo de 2002.

(59) *Expansión*, 22 de febrero. SCH ya ha anunciado que no contratará con Andersen otros servicios, *El País*, 14 de abril de 2002, Negocios 6. CAÑIBANO CALVO, L. y CASTRILLO LARA, L.A., “La independencia de los auditores en la Unión Europea”, *Noticias de la UE*, marzo de 2002, n.º 206, p. 34.

EEUU como en Europa, está siendo objeto de modificación ante la inminente necesidad de dar un nuevo enfoque a la independencia del auditor.

3. La Sentencia del TJCE de 19 de febrero de 2002: el Asunto Wouters

1. La profesión de la abogacía siempre ha manifestado su posición contraria a la *multidisciplinary practice*. La prestación conjunta de servicios de asesoría y auditoría debería quedar prohibida. En opinión de este colectivo profesional la *multidisciplinary practice* no sólo vulnera el deber de independencia de los auditores, sino que perjudica el deber de secreto del abogado. Ambas profesiones son incompatibles, puesto que es distinta la función de los abogados y de los auditores. Estos últimos se deben al público mientras que el abogado se debe sólo a su cliente, de este modo es incompatible conocer las informaciones sobre los clientes y deber hacerlas públicas (función del auditor sometido a un deber de revelación) con el deber de secreto profesional del abogado ⁽⁶⁰⁾. Junto a ello —a juicio de la abogacía— la admisión de la *multidisciplinary practice* supone una restricción de la competencia, en concreto un abuso de posición dominante por parte de los auditores, quienes ostentan una posición de dominio en el mercado de la auditoría de cuentas ⁽⁶¹⁾.

La incompatibilidad entre las funciones de abogado o asesor y auditor de cuentas en una determinada sociedad ha sido reconocida recientemente por el Tribunal de Luxemburgo en la sentencia de 19 de febrero de 2002 ⁽⁶²⁾, conocida como “asunto Wouters”. Esta sentencia ha recibido, como era de esperar, una grata acogida por el Consejo General de la Abogacía Española y por el Consejo de Colegios de Abogados de la Unión Europea. Se ha solicitado ya que se revise

⁽⁶⁰⁾ R. URÍA, afirmó que “El problema principal no es la independencia del abogado, lo que realmente está en juego con estas fusiones (entre despachos de abogados y auditoras) es la independencia del auditor”, *La Ley, Diario de Noticias*, 2 de noviembre de 1999, p. 5; MULLERAT, R., “La profesión de abogado en 2010”, *La Ley*, 2 de febrero de 2001, p. 3. En contra MARCOS, F., “The storm over our heads: the rendering of legal services by audit firms in Spain”, cit. supra, p. 20, quien afirma que la prohibición no protege a los consumidores o al interés público, sino que constituye un intento de preservar el proteccionismo económico de los abogados sobre el mercado de los servicios legales.

⁽⁶¹⁾ “Observaciones que presenta el Ilustre Colegio de Abogados de Barcelona a la Comisión de las Comunidades Europeas a propósito del Libro Verde sobre función, estatuto y responsabilidad del auditor en la Unión Europea”, *RGD*, núm. 628-629, febrero de 1997, pp. 633 y ss.; AMESTI, Ch., “Comentarios del Colegio de Abogados de Barcelona en relación a la independencia del auditor y a las MPD”, *RDBB*, n.º 65, enero-marzo de 1997, pp. 330 y ss.

⁽⁶²⁾ Asunto C-309/99: Wouters, *La Ley*, 28 de marzo de 2002, pp. 6 y ss.

el Estatuto General de la Abogacía, aprobado el 22 de junio de 2001 y en el que se intentó incluir la prohibición de la compatibilidad entre el ejercicio de la abogacía y de la auditoría pero, “en el clima de presión de las grandes firmas en que se redactó”, fue imposible obtenerla⁽⁶³⁾. En efecto, el art. 22 prohíbe el ejercicio conjunto de la abogacía y de la auditoría, pero su apartado 3 establece que “no se entenderá incompatible esta prestación si se realiza por personas jurídicas distintas y con consejos de administración diferentes”. Dicho precepto, que ha sido recurrido ante la Sala de lo Contencioso del Tribunal Supremo⁽⁶⁴⁾, afirma el Consejo General de la Abogacía Española que debe ser interpretado en el sentido de que “las sociedades deberán poseer una esfera variable de comportamiento empresarial autónomo que evite la presencia de conflictos de intereses”⁽⁶⁵⁾. Sin embargo, dicho apartado no tendría que haberse incluido, puesto que de nuevo abre la puerta a múltiples interpretaciones, y sí debería haberse prohibido cualquier tipo de vinculación directa o indirecta con auditores o sociedades de auditoría en similares términos a los expresados en el Reglamento de la LAC (art. 38).

2. El Asunto Wouters se inicia con la presentación por parte del Consejo de Estado holandés (*Raad van State*) de nueve cuestiones prejudiciales al TJCE sobre la compatibilidad del Reglamento del Colegio de Abogados de los Países Bajos de 1993 que regula las relaciones de colaboración entre los abogados y otros profesionales (autorizados) (*Samenwerkingsverordening 1993*) con las disposiciones del Tratado en materia de competencia, derecho de establecimiento y libre prestación de servicios. El *Samenwerkingsverordening 1993* entiende por “relación de colaboración” “toda colaboración en la que los participantes ejerzan su profesión por cuenta y riesgo común o compartan entre ellos, a tal efecto, el poder de decisión o la responsabilidad última” (art. 1) estableciendo o permitiendo la colaboración con otros abogados y con aquellas categorías profesionales autorizadas por el Consejo General (art. 4): asesores fiscales, notarios, agentes de la propiedad industrial, pero no con auditores de cuentas.

(63) Vid. *La Ley, Diario de Noticias*, núm. 349, semana del 25 de febrero al 3 de marzo de 2002, pp. 1 y 5. Para algunos supuso el triunfo de las grandes firmas de auditoría, a las que no afecta nada y sí a los abogados pequeños y medianos asociados con auditores, *La Ley, Diario de Noticias*, 13 de julio de 2001, p. 1 y 26 de julio de 2001, p. 1.

(64) Recurso presentado por un grupo de abogados que solicitan la nulidad del precepto por estimar que es contrario a la LAC, que establece el deber de independencia de los auditores de cuentas, y al art. 437 LOPJ, que establece el deber de secreto de los abogados. *La Ley, Diario de Noticias*, 19 de septiembre de 2001, p. 1.

(65) *La Ley, Diario de Noticias*, semana 15 al 21 de abril de 2002, p. 1. En el mismo sentido E. GAY, *La Ley, Diario de Noticias*, 18 de julio de 2001, p. 1.

El Sr. Wouters, abogado del Colegio de Amsterdam, fue nombrado socio de la sociedad Arthur Andersen & Co. Belastingadviseurs, solicitando al Colegio de Abogados de Rotterdam la inscripción como abogado de esta ciudad con la denominación “Arthur Andersen & Co., advocaten en belastingadviseurs”. El Comité de dicho Colegio denegó la solicitud por entender que los socios de Arthur Andersen & Co. Belastingadviseurs mantenían una relación de colaboración con la sociedad Arthur Andersen & Co. Accountants, esto es, con los miembros de la profesión de auditoría, relación prohibida por el *Samenwerkingsverorddening 1993*. La misma solicitud fue presentada por el Sr. Savelberg, abogado del Colegio de Amsterdam, respecto a su intención de entablar una colaboración con la sociedad Price Waterhouse Belastingadviseurs BV, estimando igualmente el Comité de Vigilancia de dicho Colegio que se trataba de una colaboración prohibida por el *Samenwerkingsverorddening 1993*. Interpuestos por las distintas partes recursos administrativos ante el Consejo General, estos fueron desestimados. En consecuencia los demandantes recurrieron ante el Tribunal de Distrito de Amsterdam (*Arrondissementsrechtbank te Amsterdam*) por considerar que las decisiones del Consejo General de la abogacía de los Países Bajos basadas en el *Samenwerkingsverorddening 1993* eran incompatibles con el Derecho comunitario (derecho de la competencia, libertad de establecimiento y de prestación de servicios), declarando el Tribunal inadmisibles los recursos. Contra esta resolución se apeló ante el *Raad van State* (Consejo de Estado), quien decidió suspender el procedimiento planteando al Tribunal de Justicia una serie de cuestiones prejudiciales.

El TJCE considera que los abogados, en tanto que ejercen una actividad económica, entendiendo por tal cualquier actividad consistente en ofrecer bienes o servicios en un determinado mercado, constituyen empresas en el sentido de los arts. 85, 86 y 90 TCEE (ahora arts. 81, 82 y 86). En consecuencia, el Colegio de Abogados de los Países Bajos constituye una asociación de empresas y el *Samenwerkingsverorddening 1993* una decisión adoptada por una asociación de empresas a efectos del art. 85.1 TCEE (actual art. 81.1). Sin embargo, estima que el *Samenwerkingsverorddening 1993*, que regula el establecimiento de relaciones de colaboración integrada, no infringe el art. 85.1 TCEE (art. 81.1) “dado que dicho organismo pudo considerar razonablemente que tal normativa, a pesar de los efectos restrictivos de la competencia que le son inherentes, era necesaria para el buen ejercicio de la abogacía tal y como está organizada en el Estado miembro de que se trata”. Estima el Tribunal que el *Samenwerkingsverorddening 1993* en tanto que prohíbe absolutamente toda forma de colaboración integrada con independencia del tamaño respectivo de los bufetes de abogados o de las empresas auditoras de que se trate, restringe la competencia y puede afectar a los intercambios comunitarios. Ahora bien, no todo acuerdo entre empresas o decisión de asociación de empresas restrictivo de la competencia está prohibido por el art. 81.1 TCEE, sino que para aplicar

este precepto a un caso concreto deben tenerse en cuenta los elementos del mismo. Y en este sentido estima que la prohibición de colaboración contenida en dicho Reglamento no infringe el art. 81.1, en tanto que es necesaria para el buen ejercicio de la abogacía, de respeto de los principios deontológicos de la profesión como son el deber de defender al cliente con total independencia y en su interés exclusivo, evitando todo riesgo de conflicto de intereses, y deber de respetar un secreto profesional estricto.

Para llegar a esta conclusión, en primer lugar, analiza el TJCE la relación auditor-abogado desde las dos perspectivas profesionales:

a) Desde la perspectiva de la abogacía, estima que puede existir cierta incompatibilidad entre la actividad de asesoramiento que ejerce el abogado y la actividad de control del auditor. En efecto, el auditor lleva a cabo una función de certificación de las cuentas, examinando y controlando de forma objetiva la contabilidad de sus clientes, para dar a conocer a los terceros interesados su opinión sobre la fiabilidad de esos datos contables. Y esta función —así contemplada en los Países Bajos— resulta contraria a los deberes de total independencia del abogado —frente a los poderes públicos, a otros operadores y a terceros, cuya influencia se debe evitar en todo momento—, de actuación en interés exclusivo del cliente y de secreto profesional. En efecto, “los abogados no estarían en condiciones de asesorar y defender a sus clientes, actuando con independencia y respetando un estricto secreto profesional, si formaran parte de una estructura que también tiene por misión rendir cuentas de los resultados financieros de las operaciones en las que ha intervenido y certificarlas”.

b) Desde la perspectiva de la auditoría lógicamente es la sentencia más parca, cuanto que no es cuestión planteada, remitiéndose al respecto a las consideraciones ya efectuadas por la Comisión en el Libro verde sobre los conflictos que suscita para la institución de la auditoría de cuentas la acumulación del control legal de las cuentas y del asesoramiento en una determinada sociedad auditada. Aun así, constata los beneficios que la colaboración integrada auditores-abogados reporta para la sociedad auditada, dado que los ámbitos en que son expertas ambas profesiones pueden ser complementarios, lo que “permite ofrecer una gama de servicios más amplia e, incluso, proponer innovaciones”, además de tener efectos positivos en el coste de las prestaciones.

En segundo lugar, desde la perspectiva del Derecho de la competencia, estima que “autorizar sin reserva ni limitación la colaboración integrada entre la abogacía, cuyo carácter altamente descentralizado..., con un sector tan concentrado como el de los auditores podría reducir globalmente el grado de competencia del mercado de los servicios jurídicos como resultado de la disminución

sustancial del número de empresas que actúan en éste”⁽⁶⁶⁾. De este modo, pone de manifiesto el Tribunal la realidad del mercado de las auditorías, al menos en las grandes sociedades, donde son las *big five* las que auditan, al mismo tiempo que asesoran, a las grandes sociedades y cotizadas en bolsa⁽⁶⁷⁾.

3. Pero además de conllevar una concentración del mercado de la asesoría de empresas, puede afirmarse que la *multidisciplinary practice*, o la prestación a una misma sociedad por un auditor de cuentas de su actividad de verificación junto con otros servicios de asesoría jurídica y/o fiscal, constituye un abuso de posición dominante prohibido por el art. 6.º de la LDC o el art. 82 del TCEE. Ambos preceptos admiten la existencia de posiciones de dominio. Lo que prohíben es la explotación abusiva de la posición dominante y enumeran una serie de supuestos de explotación abusiva, enumeración que es ejemplificativa, por lo que no impide que puedan existir otras prácticas abusivas. En efecto, el principio rector del art. 82 del Tratado es que queda prohibida la conducta de una empresa en posición de dominio que afecte a la competencia de forma seria e injustificada en un mercado relevante definido, es decir, que reduzca sustancialmente la competencia⁽⁶⁸⁾. Esta interpretación está fundada en el propio Tratado, cuyo art. 3 (f) declara que la finalidad del mismo es establecer un sistema de competencia no falseada en el Mercado Común⁽⁶⁹⁾. En Derecho

(66) Razonamiento criticado por MARCOS, F., “¿La última palabra sobre las sociedades profesionales entre abogados y auditores?”, *La Ley*, 28 de marzo de 2002, p. 2, quien considera que el TJCE se deja llevar por la intuición. No obstante, si bien el TJCE no da datos, sí que constata una realidad. Según datos oficiales del ICAC de 2000, de las 887 firmas que enviaron sus datos al mismo, sólo 7 facturaron 6 millones de euros y las *big five* controlan el 64,6% del mercado (según estudio de la consultora DKB), *El País*, 14 de abril de 2002, Negocios 5.

(67) Vid. Decisión 1999/152/CE de la Comisión, de 20 de mayo de 1998, por la que se declara la concentración entre Price Waterhouse y Coopers & Lybrand compatible con el mercado común, cit. supra. También *Expansión*, 22 de febrero de 2002, p. 3.

(68) BELLAMY, C. y CHILD, G.D., *Common Market Law of Competition*, 2.ª ed., Sweet & Maxwell, Londres, 1978, cit. supra, p. 531.

(69) Así lo afirmó el TJCE en 1973, en el caso Continental Can: “...el precepto no está únicamente dirigido a aquellas prácticas que puedan causar un perjuicio directo a los consumidores, sino también a aquellas que sean perjudiciales para los mismos mediante su impacto sobre la estructura efectiva de la competencia, tal como se menciona en el artículo 3 (f) del Tratado”. *Europemballage Corp. and Continental Can Co. Inc. v. EC Commission* (1973), ECR 215, p. 245. Vid. KORAH, V., *A Introductory Guide to EC Competition Law and Practice*, 5.ª ed., Sweet & Maxwell, Londres, 1994, pp. 83 y 84; id., *Introducción al Derecho y práctica de la competencia en la CEE*, ed. Ariel, Barcelona, 1988, pp. 216 y ss.; sobre el concepto de explotación abusiva vid. PELLISÉ CAPELL, J., *La “explotación abusiva” de una posición dominante (Arts. 82 TCE y 6 LEDC)*, ed. Civitas, Madrid, 2002, pp. 167 y ss., en especial pp. 192 y ss.

español puede llegarse a la misma conclusión, ya que las normas sobre la competencia hay que interpretarlas en base a la finalidad asignada por la Constitución. Así, son abusivas las conductas desarrolladas por empresas en posición dominante que pretenden, bien consolidar su situación, bien eliminar la poca competencia existente o su desarrollo con medios que difieren de los utilizados normalmente para la prestación de bienes y servicios⁽⁷⁰⁾.

Es necesario destacar que los abusos pueden ser contraatacados no sólo cuando son cometidos en el mercado que es dominado (mercado relevante), sino también cuando ocurren en otro mercado. En efecto, una empresa que ostenta posición de dominio puede explotar su ventaja en otros mercados, por ejemplo utilizando los beneficios del monopolio en el mercado dominado para excluir a los competidores de otros mercados mediante una reducción de precios⁽⁷¹⁾. En este sentido se ha afirmado que es objeto de protección de los arts. 6 LDC y 82 TCEE (y los correspondientes de Derecho comparado) la libertad económica y contractual de terceros situados en otros mercados⁽⁷²⁾. Es decir, que existirá abuso de posición dominante siempre que se restrinjan dichas libertades por quien detente una posición de dominio⁽⁷³⁾. El TJCE⁽⁷⁴⁾ y la doctrina

(70) FONT RIBAS, A., “Comentari d’urgència a la Llei de Defensa de la Competència”, *RJC*, n.º 4, 1991, pp. 87 y ss.; GUAL DALMAU, M.A., “Discriminación y abuso de posición dominante: jurisprudencia por transición”, *RGD*, n.º 583, abril 1993, p. 3567.

(71) JOLIET, R., *Monopolization and abuse of dominant position*, Faculté de Droit, Lieja, 1970, p. 159.

(72) DUBOIS, P., *La position dominante et son abus*, Librairies Techniques, París, 1968, p. 296.

(73) Así lo reconoció el BKA alemán, en sentencia de 2 de octubre de 1967 (*BB*, 1967, p. 1391), al declarar que el objeto del § 22 GWB, sobre abuso de posición dominante, es la protección bien de los competidores del que ostenta una posición de dominio, bien de terceros no situados en el mercado del que goza de dicha posición, contra los atentados a su libertad económica y contractual. Vid. DUBOIS, P., *La position dominante et son abus*, cit. supra, p. 294.

(74) En el caso AKZO, estima el TJCE que la conducta abusiva puede existir en un mercado distinto de aquel en el que la empresa tiene posición de dominio. Dicha conclusión permite sostener que el abuso de posición dominante puede incluso existir cuando no existe conexión entre el mercado en el que la empresa tiene posición dominante y el mercado en el que ejerce dicho dominio, lo que representa un importante desarrollo de las conclusiones del Tribunal respecto de Continental Can, donde se declaró la necesidad de nexo causal entre la posición dominante y su abuso. Caso C-62/86 *Akzo Chemie B.V. v. Commission*. Vid. LEVY, N., en *Common Market Law Review*, 1992, pp. 415 y ss.; HERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, F., “La aplicación del artículo 86 del Tratado de Roma a los precios predatorios: el caso AKZO”, *ADI*, 1991-92, pp. 247 y ss.

na⁽⁷⁵⁾ han admitido que existe abuso cuando las empresas dominantes emplean medios sobre un mercado distinto del que ostentan posición de dominio, medios que los concurrentes no pueden emplear porque no tienen el poder sobre el mercado correspondiente⁽⁷⁶⁾. Así, una empresa en posición dominante puede cometer abuso, incluso cuando el comportamiento abusivo no tiene lugar en el mercado dominado. De esta forma, los abusos pueden ser sancionados no sólo cuando son cometidos en el mercado que es dominado, sino también cuando ocurren en otro mercado⁽⁷⁷⁾.

En particular, en el caso de auditores de cuentas que prestan simultáneamente servicios de asesoría en la misma sociedad auditada puede decirse que abusan de su posición dominante en el mercado de la asesoría de empresa, abuso que consiste en aprovecharse de la posición de dominio ostentada en el mercado de las auditorías (monopolio legal colectivo)⁽⁷⁸⁾ obteniendo una venta-

(75) WHISH, R., *Competition Law*, 3.^a ed., Butterworths, Londres-Edimburgo, 1993, reimpr. 1995, pp. 274 y 275; DUBOIS, P., *La position dominante et son abus*, cit. supra, p. 296. En nuestra doctrina ha sido ARAUJO BOYD, VI Jornadas de Derecho de la Competencia. Tribunal de Defensa de la Competencia, Ávila 14 y 15 de noviembre de 1991, en PALAU, F., “Actualidad Jurídica”, *RGD*, n.º 570, marzo 1992, p. 1899, quien ha manifestado que debe distinguirse el mercado relevante del mercado en el que se manifiestan los efectos del abuso, ya que no siempre coinciden. Por ejemplo, una empresa en situación de monopolio puede ofrecer junto al producto objeto de monopolio otro producto de forma subordinada. El mercado relevante para la posición de dominio es el del producto monopolizado, pero el mercado en el que se dan los efectos es el de la prestación o producto subordinado.

(76) La misma línea de argumentos es utilizada por la Comisión y el Tribunal en diversos casos: Tetra Pak II, *European Law Review*, 1992, p. 40; Sealink, Sealink/B and I-Holyhead: Interim Measures, *CMLR*, 1992, p. 255; Télé-marketing, *CMLR*, 1986-2, p. 558. También nuestro TDC, en el caso Confederación Española de Estaciones de Servicio c. CAMPSA, TDC, Sección 2.^a, Res. 1 de julio de 1981, exp. 168/80. Vid. PETIT LAVALL, M.^a V., “La determinación de la posición de dominio”, *RGD*, núm. 562-563, julio-agosto 1991, p. 6476, ha estimado que CAMPSA (monopolio de origen legal) goza también de posición dominante en el mercado de servicios de distribución en el que existe competencia con los concesionarios, motivada por las diferencias de atención al usuario, por la situación de sus instalaciones, por su accesibilidad y las facilidades de salida y también a causa de las mayores o menores distancias.

(77) JOLIET, R., *Monopolization and abuse of dominant position*, cit. supra, pp. 158 y 159; IMMENGA/MESTMÄCKER, *GWB Kommentar zum Kartellgesetz*, 2 Aufl., C.H. Beck'sche, Múnich, 1992, pp. 810 y 811.

(78) Una empresa goza de posición dominante cuando ejerce una influencia notable en el mercado y se encuentra en ausencia de competencia objetiva. Un supuesto evidente de ausencia de competencia efectiva indudablemente se presenta en los casos de monopolio. De hecho, dentro de los criterios estructurales utilizados para la determinación de la existencia de posición dominante son objeto de análisis las condiciones de acceso al mercado, es decir, la existencia o no de barreras de entrada de nuevos competidores, las cuales pueden derivarse de

ja competitiva en perjuicio de sus competidores (básicamente abogados y asesores); ventaja que el libre juego de la competencia no les hubiera permitido obtener. Los auditores de cuentas acceden fácilmente a las asesorías en empresas gracias al monopolio legal colectivo que ostentan en el ejercicio de la auditoría, es decir, utilizan su poder monopolístico en un mercado para expandirse en otro. Ello supone un grave perjuicio para los profesionales dedicados a la asesoría (abogados, economistas), que no ejercen simultáneamente la auditoría de cuentas en una determinada sociedad y, en consecuencia, carecen de la facilidad de acceso al cliente que ostentan los mismos.

Ha sido distinta la postura mantenida por la Comisión Europea en su decisión de 20 de mayo de 1998⁽⁷⁹⁾ al autorizar la fusión entre Price Waterhouse y Coopers & Lybrand, que entendió que no existe posición de dominio ni individual, ni colectiva, de las grandes firmas auditoras⁽⁸⁰⁾. Tras un análisis del mercado de servicios de auditoría prestado por las seis grandes y de la cuota de mercado que poseen en cada país, estima que éstas compiten entre sí, por lo que no cabe hablar de posición de dominio de las grandes auditoras sobre el mercado de servicios de auditoría y contabilidad (mercado relevante). No obstante, destaca los peligros que pueden representar lo que denomina “vínculos estructurales entre prestadores del servicio” y que sirven de apoyo a nuestra tesis. Caracteriza el sector la autorregulación. Si bien la VIII Directiva 84/253/CEE y las legislaciones nacionales han establecido los requisitos mínimos de la profesión, el desarrollo de alguno de ellos y, en especial, la independencia, es objeto de autorregulación a través de las normas elaboradas por las propias instituciones representativas de la auditoría [Federación Internacional de Contables (IFAC), Federación de Expertos Contables (FEE)]. Y en estas instituciones tienen las grandes auditoras “una particular influencia” y —a juicio de la Comisión— “pueden utilizar esta influencia para desarrollar un sistema de normas que en la práctica contribuya a la creación de un dominio oligopolístico o

la necesidad de elevados costes de entrada, de la existencia de una marca muy prestigiosa o, como es el caso, de prescripciones legales. Así lo han afirmado reiteradamente el TJCE, la CE y nuestro TDC, quienes han concluido que existe posición dominante cuando existen barreras de entrada de nuevos competidores producidas por la existencia de concesiones administrativas o monopolios de origen legal (vid. PETIT LAVALL, M.^ªV., “La determinación de la posición de dominio”, cit. supra, pp. 6478 y ss.). En el caso de los auditores de cuentas, dicho monopolio colectivo se produce, no por la pertenencia a un determinado colegio profesional, sino por la inscripción en el ROAC. En efecto, sólo los auditores de cuentas inscritos en el ROAC pueden ejercer la auditoría de cuentas (art. 6 de la LAC).

(79) Decisión 1999/152/CE de la Comisión, de 20 de mayo de 1998, cit. supra.

(80) En la actualidad se está investigando tanto en España como en Italia la fusión Arthur Andersen con Deloitte & Touche, *El Mundo*, 16 de junio de 2002, p. 40.

colectivo entre ellas”. Así, en una interpretación laxa de la independencia del auditor se ha admitido la *multidisciplinary practice* y ello ha permitido la invasión de otros mercados de servicios jurídicos, produciéndose una alta concentración en los mercados de asesoría de empresas (lo que ha sido constatado posteriormente en el asunto Wouters), ofreciéndose servicios totalmente incompatibles que además de perjudicar a la abogacía han desprestigiado la profesión y la institución de la auditoría. Constata la Comisión que los servicios de auditoría y contabilidad constituyen aproximadamente la mitad del total de ingresos de las grandes auditoras⁽⁸¹⁾, que la demanda de estos servicios está prácticamente estancada cuando, por el contrario, se prevé un fuerte crecimiento de los servicios de consultoría de gestión. Y ello es precisamente lo que ha sucedido. La competencia existente entre las ahora *big five* por conseguir mayor número de clientes entre las grandes sociedades es raquítica, y a esta escasa competencia también ha influido la ausencia de rotación obligatoria, por lo que una vez obtenido un cliente difícilmente se va a perder⁽⁸²⁾. Estando el mercado de la auditoría repartido entre las grandes, para expandirse era necesario buscar otros mercados y estos han sido los servicios de asesoría. Gracias al monopolio legal en la auditoría y admitiendo contra toda evidencia que su deber de independencia no les prohibía la prestación de otros servicios a las sociedades clientes, se han colocado en una posición inmejorable frente a otros profesionales, concretamente los abogados, pudiendo ofrecer los servicios prestados por éstos y en condiciones no equitativas⁽⁸³⁾.

IV. LA *MULTIDISCIPLINARY PRACTICE*: ARGUMENTOS PARA SU PROHIBICIÓN

1. La legislación sobre auditoría no contempla la *multidisciplinary practice* expresamente en la enumeración de los concretos supuestos de incompatibilidad de los auditores de cuentas para ejercer en una determinada sociedad. Esta ausencia de prohibición expresa no debe conducir a la conclusión, como ha hecho el ICAC, sin duda defendiendo intereses corporativos, de afirmar su

(81) En EEUU se ha calculado que los ingresos por la prestación de otros servicios profesionales por la firmas de auditoría representa el 70 por 100 del total de ingresos. ROCKNESS, J., IVANCEVICH, S. y KEAVENY, Th., “Auditor Independence: a Bit More Rope”, *Financial Executive OnLine*, January/February 2001, <http://www.fei.org/magazine/articles/1-2-2201-auditing.cfm>.

(82) Desde 1990 sólo 8 empresas del Ibex-35 ha cambiado de auditor. <http://www.expansiondirecto.com>, 17-6-2002.

(83) VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al Derecho mercantil*, cit. supra, p. 157.

validez⁽⁸⁴⁾. Como hemos puesto de manifiesto anteriormente el auditor no debe prestar servicios de asesoría o abogacía a la entidad auditada. La auditoría y la abogacía o asesoría son y deben ser en todo caso incompatibles, ya que se viola el deber de independencia del auditor (así como los deberes de independencia y secreto profesional del abogado). Argumentos en defensa de esta afirmación existen ya en nuestro Ordenamiento: a) la naturaleza y sentido de la institución de la auditoría de cuentas basada en las nociones de independencia, integridad y objetividad⁽⁸⁵⁾; b) la propia definición de la independencia del auditor del art. 36.2 del RAC, similar a la existente en Derecho comparado: *ausencia de intereses o influencias que puedan menoscabar la objetividad del auditor*⁽⁸⁶⁾; y c) el carácter ejemplificativo de la enumeración de incompatibilidades, que incluso ha sido reconocido por el ICAC.

En definitiva, el auditor no sólo debe ser independiente sino también parecerlo. Por ello la independencia del auditor inspira la regulación de la institución de la auditoría de cuentas. En otras palabras, sin auditor independiente no hay auditoría. Y si hay dudas sobre la imagen de independencia del auditor se frustra, en buena medida, el objetivo de la auditoría: la seguridad del mercado⁽⁸⁷⁾. Consiguientemente, junto a los supuestos específicamente enumerados en la LAC, RAC o NTA puede existir falta de independencia —*ausencia de*

(84) El ICAC, en respuesta a una Consulta publicada en BOICAC, núm. 5, 1991, pp. 102 y 103, ha estimado que no existe incompatibilidad entre el ejercicio de la auditoría de cuentas y la prestación de servicios de asesoría jurídica o fiscal. Considera el Instituto que el catálogo de supuestos de incompatibilidad establecido por las disposiciones aplicables (LAC, RAC y NTA), no es cerrado, por lo que el hecho de que éstas mencionen directamente al “ejecutor material de la contabilidad” permite apreciar que sea el propio auditor de cuentas el que, a través de una autorreflexión sobre el grado de influencia de otras posibles actividades, opte por estimar que en su actividad como tal puede incurrir en falta de independencia y, por tanto, ser incompatible. Vid. PETIT LAVALL, M.^a V., *Régimen jurídico de la auditoría de cuentas anuales*, cit. supra, pp. 231 y 232; id., “Un supuesto de violación del deber de independencia de los auditores de cuentas: la prestación simultánea en la empresa auditada de servicios de asesoría y de auditoría de cuentas”, cit. supra, pp. 130 y 131; MARINA GARCÍA-TUÑÓN, A., *Régimen jurídico de la contabilidad...*, cit. supra, p. 271.

(85) PETIT LAVALL, M.^a V., *Régimen jurídico...*, cit. supra, p. 232; MARINA GARCÍA-TUÑÓN, A., *Régimen jurídico de la contabilidad...*, cit. supra, pp. 269 y 271.

(86) En desarrollo de la misma la NTA 1.3.5 establece que para ser y parecer independiente el auditor de cuentas no debe estar sujeto a influencias susceptibles de comprometer la solución objetiva de los problemas que pueden serle sometidos y la libertad de expresión de su opinión profesional, *ni tener intereses ajenos a la profesión*.

(87) PETIT LAVALL, M.^a V., “Un supuesto de violación del deber de independencia de los auditores de cuentas: la prestación simultánea en la empresa auditada de servicios de asesoría y de auditoría de cuentas”, cit. supra, p. 131.

intereses o influencias que puedan menoscabar la objetividad del auditor—, en cualquier otro supuesto, como lo es la *multidisciplinary practice*, que claramente vulnera la objetividad del auditor de cuentas y, por tanto, su independencia o disposición para reflejar en su informe las irregularidades o fraudes detectados⁽⁸⁸⁾. Es decir, junto a las causas de incompatibilidad típicas, recogidas en los textos legales, existen otras atípicas⁽⁸⁹⁾, que son aquellas que se dan —según el art. 36.3 del RAC—, siempre que sobrevenga alguna circunstancia que pueda menoscabar la independencia. Sin embargo, dichos supuestos deben ser equiparados plenamente a los previstos expresamente en la legislación. La auditoría de cuentas, como se ha venido reiterando, debe realizarse por un auditor plenamente independiente (art. 8.1 de la LAC), por lo que debe impedirse cualquier circunstancia que ponga su independencia en entredicho, ya que se está atentando contra la misma esencia de la institución⁽⁹⁰⁾.

No obstante, aunque sin duda alguna una correcta interpretación y aplicación de la legislación sobre auditoría de cuentas y específicamente del deber de independencia conduce a la prohibición de la *multidisciplinary practice*⁽⁹¹⁾, no

(88) Definición de independencia dada por los Profesores PAZ ARES, C. y ARRUÑADA, B., *Consecuencias económicas de la rotación obligatoria del auditor de cuentas*, Seminario de Economía de la Empresa, Universidad Pompeu Fabra, Barcelona, 30 de marzo de 1995.

(89) Según calificación de IGLESIAS PRADA, J.L., “La renuncia al cargo de auditor de cuentas: circunstancias justificativas y consecuencias jurídicas de la renuncia”, *RCDI*, n.º 623, 1994, p. 1505.

(90) IGLESIAS PRADA, J.L., “La renuncia al cargo de auditor...”, cit. supra, pp. 1505 y 1506; id., “La duración del cargo de auditor...”, cit. supra, p. 31. Postura mantenida por la doctrina comparada. Vid. entre otros CLAUSSEN, C.P., en AA.VV., *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 4, 2 Aufl., Carl Heymanns Verlag KG, Colonia/Berlín/Bonn/Múnich, p. 160; KROPFF, B., en *Aktiengesetz Kommentar*, GESSLER/HEFERMEHL/ECKARDT/KROPFF, Band III, Verlag Franz Vahlen GmbH, pp. 419 y ss.; MATERA, F., “Ineleggibilità e decadenza dei sindaci con riferimento alla disciplina dei gruppi di società”, *Contratto e Impresa*, 1991, p. 1039.

(91) Diversas son las soluciones adoptadas en Derecho comparado. En Holanda, tras el asunto Wouters parece que está prohibida la *multidisciplinary practice*. En Francia el art. 220, Ley de 24 de julio de 1966, modificado por la Ley de 1 de marzo de 1984, relativa a la prevención de las dificultades de las empresas, ha establecido que no pueden ser auditores de una determinada sociedad las personas que directa o indirectamente o por persona interpuesta, reciban cualquier salario o una remuneración por actividad distinta a la de auditoría de cuentas, de los administradores, miembros del Directorio o del Consejo de Vigilancia, de los cónyuges de los administradores, o de los miembros del Directorio o del Consejo de Vigilancia de las sociedades que posean el 10 por 100 del capital de la sociedad auditada o de las que ésta posea el 10 por 100. De esta forma, la incompatibilidad afecta a todo trabajo de asesoría, ya que la

estaría de más que la futura reforma de la LAC la estableciera expresamente dentro de las causas de incompatibilidad⁽⁹²⁾.

2. La prohibición de la *multidisciplinary practice* no sólo deriva del deber de independencia establecido en el art. 8 de la LAC, sino también de otros preceptos de nuestro ordenamiento. Así se deduce también del sistema de remuneración establecido para los auditores de cuentas. El art. 207 LSA exige que la remuneración de los auditores o los criterios para su cálculo sean fijados previamente, antes del inicio de sus funciones y para todo el período de tiempo en que deba realizarse la verificación. Es decir, la remuneración del auditor de cuentas debe estar determinada o ser determinable⁽⁹³⁾. Este es un requisito más establecido para salvaguardar la independencia de los auditores, puesto que la misma

independencia del auditor puede verse afectada ante la posibilidad de la supresión de la remuneración. En Alemania el § 319, apartados 2 y 3 HGB, enumera las circunstancias por las que los auditores de cuentas pueden ser excluidos del ejercicio de la auditoría en una determinada sociedad, para garantizar su independencia e imparcialidad. La enumeración de las circunstancias que determinan la parcialidad o dependencia del auditor no ha sido exhaustiva, considerándose que el auditor es parcial o dependiente cuando sea al mismo tiempo asesor de la sociedad auditada. Sin embargo, el TC alemán ha admitido la constitución de una sociedad multiprofesional (abogados-auditores), *NJW*, 1998, p. 2269, y también está permitido por el parágrafo 59 del Bundesrechtsanwaltsordnung (BRAO). Por su parte, en Italia el art. 2399 Cc, que prohíbe la elección para el cargo de síndico de aquellos que estén ligados a la sociedad o a las sociedades por ésta controladas por una relación de prestación de trabajo retribuido, ha sido interpretado en el sentido de que en dicho precepto lo que realmente se prohíbe es la continuidad, es decir, que el encargo sea estable y duradero, sin que sea necesario un vínculo de subordinación o dependencia, recibiendo por él una compensación. Así lo ha afirmado la jurisprudencia italiana, al considerar que la expresión “relación continuada de trabajo retribuido” del art. 2399 Cc, debe ser entendida como cualquier relación de trabajo, subordinado o autónomo, caracterizado por la continuidad. Por el contrario, en el Reino Unido, la *Companies Act* de 1989 sólo ha exigido un nivel mínimo de independencia, dejando a la propia profesión auditora el establecimiento de las “exigencias éticas” que deben añadirse a las exigidas por la Ley. Se ha admitido, en consecuencia, el ejercicio de la auditoría de cuentas en una determinada sociedad junto con otras actividades, normalmente la redacción de las cuentas, función asesora (*management advice*) y *tax planning*. Vid. doctrina comparada en PETIT LAVALL, M.^a V., *Régimen jurídico...*, cit. supra, pp. 220 y ss.

(92) Como afirma VICENT, *Introducción al Derecho mercantil*, cit. supra, p. 156, la LAC “no ha asegurado suficientemente el principio de independencia... porque no establece la rigurosa prohibición de que una misma sociedad o sociedades del mismo grupo —incluso sociedades gemelas— preste a un mismo cliente, e incluso en general, los servicios de auditoría y de asesoramiento jurídico (fiscal, mercantil, de medio ambiente, entre otros)”.

(93) PETIT LAVALL, M.^a V., *Régimen jurídico...*, cit. supra, p. 402; id., “Un supuesto de violación del deber de independencia de los auditores de cuentas: la prestación simultánea en la empresa auditada de servicios de asesoría y de auditoría de cuentas”, cit. supra, pp. 135 y 136.

podría verse afectada si la remuneración del auditor de cuentas se determinase a lo largo del período de tiempo en que ejerce su actividad o fuese susceptible de variación durante el mismo ⁽⁹⁴⁾. El art. 207 LSA prohíbe literalmente que el auditor de cuentas perciba cualquier otra remuneración o ventaja de la sociedad auditada por el ejercicio de la auditoría de cuentas, pero no por la prestación de otros servicios. Sin embargo, el sentido de dicho precepto es violado cuando la remuneración percibida no es estrictamente por la realización de la auditoría sino por otros servicios profesionales. Por ello la LAC y el RAC, al igual que sucede en Derecho comparado ⁽⁹⁵⁾, contemplan expresamente como supuesto de falta de independencia el ser empleado de la sociedad auditada [art. 8.2.a) de la LAC y art. 37.3 del RAC]. Sin embargo, omiten la percepción de otras retribuciones por prestaciones de otros servicios a la sociedad que son con creces mucho más lucrativos (vid. supra). Además, el requisito de la determinación de la remuneración queda violado cuando el auditor percibe honorarios por otros servicios distintos a la auditoría, lo cual se acrecienta ante el peligro de que la sociedad en un momento determinado pueda suspenderlos ⁽⁹⁶⁾. En este sentido la Recomendación de la Comisión de mayo de 2002 ⁽⁹⁷⁾ considera que la percepción de retribuciones por servicios de asesoría o abogacía puede representar una amenaza para la independencia del auditor.

3. La *multidisciplinary practice* supone una clara violación del deber de secreto establecido por el art. 13 de la LAC. Difícilmente un auditor dejará de utilizar o comunicar los datos que posee sobre la sociedad auditada a sus compañeros o socios para que estos presten sus servicios de asesoría no sólo a la propia entidad auditada, sino incluso a otros clientes utilizando la información que posee de la entidad auditada en contra de la misma con ocasión de la defensa o el asesoramiento de otros clientes. Es más, precisamente este es uno de los aspectos principales que favorecen la captación de la clientela y que han

(94) NEILA NEILA, J.M., *La nueva Ley de Sociedades Anónimas*, Edersa, Madrid, 1990, pp. 980 y 981; ILLESCAS ORTIZ, R., en *Comentario al régimen legal...*, cit. supra, p. 95; GALÁN CORONA, E., “La verificación de las cuentas anuales”, cit. supra, pp. 333 y 334; PETIT LAVALL, M.^a V., *Régimen jurídico...*, cit. supra, p. 402; BOET SERRA, E., en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas...*, cit. supra, pp. 2001 y ss.; HUERTA VIESCA, M.^a I., “Cuestiones sobre la remuneración de los auditores de cuentas en el derecho español”, *RDM*, n.º 241, pp. 1396 y 1397; 1402 y 1428 y ss.

(95) Vid. sobre el tema PETIT LAVALL, M.^a V., *Régimen jurídico...*, cit. supra, pp. 218 y ss.

(96) En contra HUERTA VIESCA, M.^a I., “Cuestiones sobre la remuneración de los auditores de cuentas en el derecho español”, cit. supra, p. 143.

(97) Recomendación de la Comisión: Indépendance du contrôleur légal des comptes dans l'UE: principes fondamentaux. Cit. supra.

provocado —como hemos visto— que la misma sea admitida pese a los riesgos que implica para la independencia (reducción de costes, dado el conocimiento previo de la organización y funcionamiento de la sociedad y la ausencia de tener que contratar servicios de distintos profesionales con los costes de comunicación que conlleva).

Los auditores personas físicas y/o jurídicas tienen, gracias al ejercicio de su función, un amplio derecho de información. Su trabajo se basa en la realización de un conjunto de análisis, exámenes y comprobaciones de muy diversa naturaleza dirigidos a obtener la evidencia necesaria para emitir una opinión debidamente fundada sobre los estados financieros que deberá reflejarse en su informe. El derecho de información de los auditores es consecuencia lógica de su función de examen de los libros de contabilidad llevados por la sociedad con el propósito de averiguar si existen inexactitudes u omisiones en ellos, y de las cuentas anuales, para comprobar que son conformes con los libros contables originales, y con su obligación de informar sobre dichos libros y cuentas a los accionistas y a terceros. La amplitud y profundidad de las comprobaciones hacen necesario que el auditor de cuentas acceda a todo tipo de documentación y archivos de la sociedad y no sólo a aquellos de naturaleza contable, así como que solicite información a todas aquellas personas relacionadas con la empresa (clientes, proveedores, bancos, abogados, etc.). En este sentido, la NTA 2.5.23, sobre los métodos de auditoría para obtener evidencia, considera como uno de ellos la formulación de preguntas que “consisten en obtener información apropiada de las personas de dentro y fuera de la entidad que tienen los conocimientos”. Sin embargo, los auditores están obligados a guardar secreto profesional, tal y como establecen los arts. 13 de la LAC y 43.1 del RAC. En efecto, el art. 13 de la LAC dispone que “El auditor de cuentas estará obligado a guardar secreto de cuanta información conozca en el ejercicio de su actividad, *no pudiendo hacer uso de la misma para finalidades distintas de las de la propia auditoría de cuentas*”. Este deber de secreto sólo cede en los casos y con la extensión establecida por los arts. 14.2.c) de la LAC y 43.2.c) del RAC, la disposición final primera de la LAC y la disposición adicional 4.^a de la Ley 13/1992 ⁽⁹⁸⁾.

(98) Sobre el secreto profesional y sus límites vid. FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, C., “El secreto profesional del auditor de cuentas y sus límites. Obligaciones con la administración tributaria”, *Actualidad Tributaria*, 1995-2, núm. 35, pp. 1226 y ss.; id., *El auditor de cuentas*, ed. Marcial Pons, Barcelona, 1997, pp. 126 y ss.; Díez OCHOA Y AZAGRA, J.M., “El secreto profesional del auditor y el deber de información a los órganos de la inspección de los tributos”, *Estudios Financieros*, núm. 86, p. 28; GRAJAL MARTÍN, P., “El secreto profesional del auditor ante la Hacienda Pública”, *Partida Doble*, núm. 2, junio 1990, p. 26; MUÑOZ BAÑOS, C., “La auditoría de cuentas y la inspección de los tributos”, *Impuestos*, 1996-I, p. 572; ARANA GONDRA, *Ley de Auditoría de Cuentas*, cit. supra, pp. 446 y ss.; ILLESCAS ORTIZ, R., en *Comentario al régimen general...*, cit. supra, p. 136; PETIT LAVALL, M.^a V., *Régimen jurídico de la auditoría...*, cit. supra, pp. 384 y ss.

El art. 16.2 de la LAC tipifica como infracción grave el incumplimiento del deber de secreto del art. 13 de la LAC, así como la utilización en beneficio propio o ajeno de la información obtenida por el auditor en el ejercicio de sus funciones. En consecuencia, con la *multidisciplinary practice* se viola el deber de secreto: a) cuando sea el propio auditor de cuentas quien preste ambos servicios (auditoría y asesoría) al utilizar la información obtenida gracias al ejercicio de la auditoría para finalidades distintas a la misma, es decir, para su trabajo de asesoría; y b) cuando la auditoría y la asesoría de una sociedad recaigan en distintas personas pertenecientes al mismo bufete o sociedad (manteniendo la postura de que el auditor es la persona física y no la jurídica)⁽⁹⁹⁾ o sociedades distintas.

Otro nuevo caso ha puesto de manifiesto nuevamente la necesidad de prohibir la *multidisciplinary practice* precisamente porque —entiendo— refleja claramente no sólo el conflicto de intereses que produce la prestación por el auditor de otros servicios de asesoría, en este caso la defensa jurídica, sino porque precisamente se viola el deber de secreto del auditor. Es en el caso Mazda España donde un juzgado de lo contencioso ha dictado sentencia ordenando al Colegio de Abogados de Madrid que reabra el expediente —que en su día desestimó— contra *PriceWaterhouseCoopers* por un posible conflicto de intereses⁽¹⁰⁰⁾. Los hechos se remontan a 1999 cuando la empresa japonesa Mazda Motor rompió relaciones con su importador Mazda Motor España y decidió crear su propia distribuidora de coches. Mazda Motor España demandó a Mazda Motor por incumplimiento de contrato. Al mismo tiempo Mazda Motor España denunció ante el Colegio de Abogados de Madrid a *PriceWaterhouseCoopers* por un posible conflicto de intereses al asumir la defensa y asesoramiento de Mazda Motor ante los tribunales. PWC había auditado las cuentas de Mazda Motor España durante los años 1996, 1997 y 1998 y —afirma la demandante— el equipo auditor de PWC reveló información secreta de Mazda Motor España al departamento legal de la firma, es decir, utilizó el conocimiento que tenía de la empresa para perjudicarle y favorecer a otro cliente.

4. Además, la *multidisciplinary practice* no sólo debe entenderse prohibida por la legislación auditora, sino que puede constituir un supuesto de competencia desleal por violación de normas del art. 15.2 de la Ley de Competencia Desleal (LCD). En efecto, dentro de las normas que deben calificarse como

(99) Vid. PETIT LAVALL, M.^a V., *Régimen jurídico de la auditoría...*, cit. supra, p. 205; en contra VICENT CHULIÁ, F., *Compendio...*, t. I, vol. 1.º, cit. supra, p. 706; id., Prólogo a PETIT LAVALL, M.^a V., *Régimen jurídico de la auditoría...*, cit. supra, p. 21.

(100) Según noticia de *Expansión*, 25 de mayo de 2002.

reguladoras de la competencia (cuyo objeto es la regulación de la competencia según el art. 15.2 LCD) se incluyen por la doctrina las normas que regulan el modo en que puede llevarse a cabo la actividad concurrencial, dentro de las cuales se encuentran las *normas reguladoras del ejercicio de una profesión* ⁽¹⁰¹⁾. En efecto, dichas normas forman parte del código ético del sector y su violación constituye al mismo tiempo un acto de competencia desleal. Así lo ha afirmado la doctrina alemana [atentado contra las buenas costumbres (*gute Sitten*) del parágrafo 1 UWG] ⁽¹⁰²⁾. El art. 8 de la LAC y el 36 del RAC, que regulan el deber de independencia del auditor, así como el art. 13 de la LAC que establece el deber de secreto, son normas básicas del comportamiento de los auditores dentro de las distintas normas que regulan el ejercicio de la actividad profesional de auditoría de cuentas. Ni que decir tiene cuál es la ventaja que obtienen los auditores de cuentas que violan estos deberes gracias a la *multidisciplinary practice*: un incremento nada desdeñable de sus ingresos. En efecto, las sociedades obligadas a auditarse, ante la perspectiva de tener que contratar, junto con el servicio de auditoría obligatoria, servicios de asesoría jurídica y/o fiscal con sujetos distintos, han optado por confiárselos a la misma sociedad auditora por diversos motivos: a) los inconvenientes y costes de información en los que se incurre al contratar servicios de distintos profesionales; b) la disminución de costes que parece que conlleva el que sea la propia sociedad de auditoría la que realice esta actividad, ya que los auditores tienen acceso a toda la información conociendo, por tanto, la organización y el funcionamiento de la sociedad. Caracteriza la competencia desleal la perturbación que afecta al funcionamiento normal del mercado, es decir, a la oferta y demanda. El equilibrio del mercado en las asesorías jurídicas de empresas no se lleva a cabo gracias a la preferencia de la mejor oferta, sino porque una actitud irregular ha provocado una desviación de la clientela. La desviación de la clientela hacia los servicios complementarios ofrecidos por los auditores no se

⁽¹⁰¹⁾ ALFARO, J., "Competencia desleal por infracción de normas", *RDM*, n.º 202, 1991, pp. 693 y ss.; MASSAGUER, J., "La regulación de los servicios profesionales. (Un análisis de racionalidad económica y legitimidad antitrust)", *IURIS*, núm. 3, 1994, pp. 111 y ss.; id., *Comentario a la Ley de Competencia Desleal*, ed. Civitas, Madrid, 1999, p. 447; BAUMBACH, A./HEFERMEHL, W., *Wettbewerbsrecht*, 18 Aufl., Verlag C.H. Beck, Múnich, 1995, pp. 689 y ss. En contra CARRASCO, V.A. y MARÍN, J.J., "Intrusismo, intereses corporativos y límites del Derecho privado. Comentario a la sentencia 31-I-1990", *ADC*, 1990, pp. 614 y ss., quienes, partidarios del modelo corporativo de competencia y, por tanto, al considerar normas reguladoras de la competencia sólo las que tienen por finalidad la protección de la libertad de competencia, excluyen del art. 15 LCD todas las normas que otorgan monopolios o límites legales a la libre competencia, salvo que quepan en el supuesto del art. 15.1 LCD.

⁽¹⁰²⁾ OLG Bremen, *NJW*, 1954, p. 1937; OLG Múnich, *WRP*, 1956, p. 103; BAUMBACH, A./HEFERMEHL, W., *Wettbewerbsrecht*, cit. supra, pp. 689 y ss.

debe a un funcionamiento normal del mercado, sino a la violación del deber de independencia y del deber de secreto *ex arts.* 8.º y 13 de la LAC, con las consiguientes ventajas que ello conlleva.

5. Los argumentos esgrimidos, todos ellos en defensa de que la *multidisciplinary practice* ya está prohibida por nuestro ordenamiento, no han sido suficientes para prohibirla *de facto*. Por ello debe ser objeto de reforma la legislación, debiendo contener una prohibición clara y expresa. Así se ha producido en los EEUU donde la SEC ha revisado los requisitos de independencia del auditor considerando que el mayor seguro para la independencia del mismo vendría de la prohibición de prestación de cualquier servicio no de auditoría a la sociedad auditada ⁽¹⁰³⁾. Al respecto, tras un análisis de los distintos servicios que prestan las sociedades de auditoría, se han identificado nueve servicios que si son prestados por el auditor a la sociedad auditada violan su independencia al crear un conflicto de intereses entre auditor y sociedad cliente: llevanza de la contabilidad (el auditor está auditando su propio trabajo); diseño e implantación de sistemas de información financiera; servicios de valoración; determinados servicios actuariales; auditoría interna; funciones directivas; recursos humanos, actuación como *broker-dealer*, servicios de abogacía y asesoría.

En la UE desde 1998 el Comité de auditoría ha trabajado en la mejora y armonización de la calidad de la auditoría en tres aspectos: control de calidad exterior ⁽¹⁰⁴⁾; normas de auditoría ⁽¹⁰⁵⁾ e independencia del auditor. En materia de independencia la Comisión Europea elaboró un documento de consulta, cuyo objeto era servir de borrador de Recomendación ⁽¹⁰⁶⁾, cuya adopción se preveía que iba a ser inminente a raíz del caso Enron ⁽¹⁰⁷⁾, lo que finalmente se

(103) Vid. *US.SEC. Final Rule*, cit. *supra*, pp. 19 y 20.

(104) Recomendación de la Comisión, de 15 de noviembre de 2000, sobre el control de calidad de la auditoría legal en la Unión Europea: requisitos mínimos [notificada con el número C(2000) 3304], DO L 091 31-3-2001, p. 91.

(105) Dictamen del Comité Económico y Social sobre la “Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad”, Diario Oficial n.º C 260 de 17-09-2001, p. 0086 - 0089. Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad, COM/2001/0080 final - COD 2001/ 0044, Diario Oficial n.º C 154 E de 29-5-2001, p. 0285 - 0299.

(106) “Consultative Paper on Statutory Auditor’s Independence in the EU: A Set of Fundamental Principles”, 15 de diciembre de 2000; Primera respuesta de la UE a los aspectos políticos relacionados con el asunto Enron, Nota destinada a la reunión informal del Consejo Ecofin, Oviedo 12 y 13 de abril, cit. *supra*.

(107) Primera respuesta de la UE a los aspectos políticos relacionados con el asunto Enron, Nota destinada a la reunión informal del Consejo Ecofin, Oviedo 12 y 13 de abril, cit. *supra*.

ha producido en mayo ⁽¹⁰⁸⁾, considerándose principios rectores la objetividad, la integridad y la independencia del auditor. El auditor debe ser independiente tanto interna o mentalmente (con honestidad intelectual y sin conflicto de intereses con la sociedad auditada) como externamente o en apariencia, suprimiendo todos los hechos y circunstancias que harían que un tercero informado cuestionase su habilidad para actuar objetivamente. Se delimita el ámbito de personas a quienes alcanza el requisito de independencia ⁽¹⁰⁹⁾, así como se relacionan una serie de “amenazas y riesgos” para la independencia del auditor. Entre el listado de actuaciones que pueden amenazar la independencia del auditor se encuentra la prestación de determinados servicios al cliente.

Sin embargo, la Recomendación merece toda nuestra crítica. Si bien establece claramente la necesidad de independencia, objetividad e integridad del auditor respecto del cliente, conteniendo un concepto amplio de auditor y de cliente con el objeto de delimitar los sujetos que pueden verse afectados por una falta de independencia, no contiene ninguna prohibición. Sólo enumera y describe lo que califica de “amenazas y riesgos” para la independencia debidas a interés personal, auto-revisión, representación, familiaridad o confianza (permanencia durante largo período como auditor de una sociedad) e intimidación. Entre ellas describe los “servicios distintos de la auditoría” y llama cuanto menos la atención, máxime en el momento en que ha visto la luz la recomendación, el que afirme que los mismos presentan *sólo* un riesgo (a veces calificado de alto) para la independencia, riesgo que debe ser reducido a un *nivel aceptable*. Así, ni siquiera prohíbe determinados servicios que —como se ha visto— claramente violan la independencia del auditor porque suponen una autorevisión: elaboración de la contabilidad y de los estados financieros; creación y puesta en marcha de sistemas tecnológicos de información financiera; servicios de evaluación; auditoría interna; solución de litigios y reclutamiento de directivos ⁽¹¹⁰⁾.

(108) Recomendación de la Comisión: Indépendance du contrôleur légal des comptes dans l'UE: principes fondamentaux, cit. supra.

(109) No sólo al auditor, sino también a todas aquellas personas de la sociedad de auditoría o del grupo al que pertenezca la sociedad de auditoría que puedan estar en posición de ejercer influencia en el auditor (apartado 2).

(110) Fiel al tenor de la Recomendación era la enmienda núm. 167 del Grupo Parlamentario Popular en el Congreso (Boletín Oficial de las Cortes Generales. Congreso de los Diputados, Serie A, núm. 69-1217 mayo 2002, que proponía la modificación del art. 8.º de la LAC estableciendo como causas de incompatibilidad: “d) La llevanza material o preparación de los documentos contables o estados financieros de la entidad auditada; e) La prestación a un cliente de auditoría de servicios de diseño y puesta en práctica de sistemas de tecnología de la información financiera, utilizados para generar los datos integrantes de los estados financieros

6. En la actualidad sólo existe una aproximación a las tesis que han visto las consecuencias fatales de la admisión de la *multidisciplinary practice*. Es decepcionante que tras los últimos acontecimientos sólo sea eso de momento: un intento o llamada de atención de lo que ya era de sobra sabido, el riesgo que conlleva la prestación de otros servicios por las auditoras. Debe prohibirse la *multidisciplinary practice* y esta prohibición debe ser clara y rotunda y no listados de actividades o servicios que no puede prestar el auditor e incluso con excepciones, que siempre serán incompletos. Pero junto a la prohibición se hace necesario un cambio de mentalidad, un nuevo enfoque que haga que no sólo el auditor sino también la sociedad auditada vean la independencia del auditor como un valor esencial y necesario para el buen funcionamiento de la sociedad y consiguientemente del mercado.

Se ha hecho evidente el peligro real de la *multidisciplinary practice* para la independencia y para el buen desarrollo de la función auditora. Las posturas y reflexiones que en los últimos años sólo veían un peligro potencial (vid. supra) para la independencia del auditor han fracasado. Ya no pueden admitirse o justificarse reflexiones sobre la bondad de la *multidisciplinary practice* para la sociedad auditada porque se reducen los costes de la auditoría. La auditoría —parece que se ha perdido de vista— no fue creada en interés de la sociedad auditada, especialmente de sus directivos, sino en interés del público, del mercado. Y es precisamente este interés el que debe protegerse. Ya en 1983 el Tribunal Supremo americano declaró que los auditores tienen el deber de proteger el interés público. Una función de *public watchdog* que demanda el mantenimiento de la total independencia del cliente en todo momento y exige una total fidelidad a la confianza del público⁽¹¹¹⁾. En palabras de Turner, anterior presidente contable de la SEC, “CPA’s must never forget that the ‘p’ in ‘CPA’ stands for public-serving the public and maintaining their trust”⁽¹¹²⁾.

de dicho cliente, salvo que el cliente asuma la responsabilidad del sistema global de control interno o el servicio se preste siguiendo especificaciones establecidas por el cliente, el cual debe asumir también la responsabilidad del diseño, ejecución, evaluación y funcionamiento del sistema; f) La prestación al cliente de auditoría de servicios de valoración que conduzcan a la evaluación de cantidades significativas en los estados financieros de dicho cliente, siempre que el trabajo de valoración conlleve un grado significativo de subjetividad; g) La prestación de servicios de auditoría interna al cliente, salvo que el órgano de gestión de la empresa o entidad auditada sea responsable del sistema global de control interno, de la determinación del alcance, riesgo y frecuencia de los procedimientos de auditoría interna, de la consideración y ejecución de los resultados y recomendaciones proporcionados por la auditoría interna; i) La prestación de servicios de abogacía simultáneamente para el mismo cliente o para quienes lo hubiesen sido en los tres años precedentes, salvo que dichos servicios se presten por personas jurídicas distintas y con Consejos de Administración diferentes”.

(111) WPost, 5 de diciembre de 2001.

(112) WPost, 5 de diciembre de 2001.

ALGUNAS CONSIDERACIONES DE URGENCIA SOBRE LA INDEPENDENCIA DEL AUDITOR

CHRISTI DE AMESTI MENDIZÁBAL

Profesora Titular de Derecho Mercantil de la UCM

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
 - II. LA INDEPENDENCIA DEL AUDITOR DE CUENTAS: RIESGOS Y MEDIDAS DE SALVAGUARDA.
 - 1. Incompatibilidades del auditor.**
 - 2. El nombramiento del auditor y el mantenimiento de relaciones entre el auditor y la entidad auditada.**
 - 3. La irrevocabilidad del auditor.**
 - 4. La rotación del auditor.**
-

I. INTRODUCCIÓN

Los últimos casos de graves irregularidades contables existentes en empresas, tanto nacionales como de otros países, han puesto en entredicho el papel de

los auditores que realizaron las auditorías de las empresas que se han visto involucradas. Los casos, Enron ⁽¹⁾ en USA, y Gescartera y BBVA ⁽²⁾ en nuestro país, han provocado consecuencias graves para los auditores que habían auditado y formulado los informes de auditoría de las cuentas anuales correspondientes, poniéndose en duda el papel del auditor.

La auditoría de las cuentas anuales y, en especial, la auditoría de las sociedades cotizadas y entidades supervisadas, está siendo fuente de numerosas noticias periodísticas que ponen de manifiesto la preocupación por la fiabilidad de la auditoría y la falta de confianza que los hechos de referencia han provocado en la opinión pública ⁽³⁾.

Los casos arriba reseñados han generado diversas opiniones de la propia profesión auditora, de las personas representativas de las entidades supervisoras del sistema financiero, así como de personas relevantes en el sector de la auditoría. Todo ello ha creado un clima nacional, comunitario e internacional que ha convertido a la auditoría de cuentas, especialmente a la auditoría de las sociedades cotizadas, en objeto de propuestas de reformas e iniciativas normativas, entendida la expresión en un sentido amplio y comprensivo de otras iniciativas no vinculantes, como los Códigos éticos y deontológicos.

En estas circunstancias, ha sido publicada la Recomendación 2001/6942 de la Comisión de la Unión Europea, sobre la independencia del auditor (Statutory Auditor's Independence in the UE: A set of Fundamental Principles). No

(1) El denominado “caso ENRON” ha sido noticia durante un largo período de tiempo y sigue siéndolo a la hora de redactar estas líneas. La causa más importante que ha provocado la crisis de la compañía eléctrica fue la sobrevaloración del valor de sus activos y contratos en relación con diversas operaciones realizadas por Enron a través de una red de sociedades interpuestas con las que ocultaba deuda y activos, evitando su registro en los libros de contabilidad (*Expansión*, 23 de abril de 2002). Así lo reconoció la propia entidad en el informe enviado a la SEC, señalando que los últimos resultados declarados por la sociedad no eran fiables. Estas manifestaciones implican a la entidad Arthur Andersen, mientras uno de sus socios reconoce su intervención, haciendo desaparecer documentos de trabajo (*Expansión*, 23 de mayo de 2002). Finalmente Arthur Andersen ha sido encontrada culpable por el jurado, lo cual puede suponer el final de la firma auditora (*El País*, 16 de junio de 2002).

(2) En el caso BBVA, y en relación con los ingresos extraordinarios provenientes de paraísos fiscales, la entidad auditora, Arthur Andersen, ha señalado que cuando se detecta un ingreso o un gasto de años anteriores, la normativa vigente permitía imputar la cifra automáticamente al capítulo de ingresos o de quebrantos extraordinarios, sin necesidad de resaltar la operación como salvedad (*El Mundo*, 23 de marzo de 2002).

(3) Al respecto debe señalarse que, como ha señalado el Presidente del ICAC, López Combarros (*Expansión*, 23 de mayo de 2002), “uno de los problemas más importantes del sector en España y en el mundo, es lo que se denomina ‘gap’ que es la diferencia entre lo que el público espera del trabajo del auditor y lo que éste puede ofrecerle”.

obstante, debe señalarse que es un documento, sobre el cual venía trabajando la Comisión en fechas anteriores a hacerse pública la crisis de la gran eléctrica norteamericana, si bien ésta última ha supuesto el replanteamiento de algunas de las previsiones contenidas en el documento comunitario y el retraso en su publicación ⁽⁴⁾.

Lo mismo debe decirse con respecto a algunos de los aspectos de la actividad auditora, especialmente los relativos a la independencia del auditor y, en particular, a las prácticas multidisciplinarias. En efecto, tanto en el ámbito nacional como internacional, algunas instancias oficiales (sirva de ejemplo la SEC en EEUU) y sectores privados de opinión, venían señalando los peligros y fallos que presentaba el sistema de salvaguarda de la independencia del auditor. Sin embargo, otros sectores, especialmente, los que representaban la opinión de los auditores, defendían la existencia de la independencia del auditor basada en la propia profesionalidad de los auditores y en los sistemas de autocontrol y autorregulación de la auditoría.

En nuestro país, desde la publicación de la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas (en adelante, LAC), distintos sectores, y con diferente sentido, han reclamado la necesidad de incorporar algunas modificaciones al articulado de la misma. De hecho, se han introducido varios cambios legislativos aprovechando la publicación de otras normas de carácter mercantil.

Por una parte, deben destacarse algunas modificaciones cuyo origen se encontraba en normas comunitarias y que fueron introducidas a través de disposiciones adicionales incluidas en diversas Leyes como la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en bases consolidadas de las Entidades Financieras ⁽⁵⁾ o la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de Reforma de la Ley

(4) A mediados de abril del presente año, la prensa anunciaba que la Comisión de la UE se proponía, bien la creación de un “comité de sabios” o de un equipo ya existente en la Comisión, que estableciera normas iguales para todas las sociedades europeas, incorporando algunas normas de carácter obligatorio y otras de carácter voluntario.

Se hace referencia, fundamentalmente, a la Recomendación de la UE sobre la independencia del auditor, como una de las propuestas del Comité de Auditoría de la UE, presidida por Karel Van Hulle, que había sido elaborada en el último año y medio y revisada a la luz del caso Enron (*Expansión*, 13 de abril de 2002).

(5) La Ley 13/1992 de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en bases consolidadas de las Entidades Financieras, introdujo una obligación de los auditores en la Disposición Final Primera de la LAC, relativa a la comunicación de determinadas circunstancias de crisis de las entidades auditadas y sometidas a regímenes de supervisión, a las entidades supervisoras (Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Dirección General de Seguros y Planes de Pensiones).

24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LRMV)⁽⁶⁾ y, por otra parte, alguna modificación solicitada por los auditores, cuyo mejor exponente es la reforma de los artículos 8.4 de la LAC y 204.1 del Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba la Ley de Sociedades Anónimas (en adelante, la LSA), a través de la disposición adicional sexta de la Ley 2/1995, de 23 de marzo de 1995, de Sociedades de Responsabilidad Limitada (en adelante, LSRL)⁽⁷⁾, por la cual se eliminaba de nuestro Ordenamiento la obligatoriedad de la rotación del auditor, una vez transcurrido el período por el que hubiera sido nombrado, cuestión sobre la que volveremos en este comentario.

Al respecto, debe señalarse que hasta los primeros días de julio de 2001, cuando se hizo público el caso Gescartera, la tendencia de las autoridades competentes en la materia era favorable a introducir los cambios que solicitaban los auditores⁽⁸⁾. Sin embargo, los acontecimientos de los últimos meses han cambiado o, al menos, han frenado la tendencia que venía perfilándose en nuestro país, favorable a las solicitudes reclamadas por la profesión auditora y, en particular, a las pretensiones promovidas por las grandes firmas⁽⁹⁾.

No obstante, debe señalarse que ya, en los dos últimos años, fuera de nuestras fronteras y en especial en Estados Unidos, se manifestaba una nueva

(6) La disposición adicional octava de la LRMV modifica de nuevo el párrafo final de la disposición final primera de la LAC, adecuando la obligación de los auditores de entidades sometidas a regímenes de supervisión respecto a la comunicación a las entidades supervisoras a lo previsto en las normas comunitarias. Ver AMESTI MENDIZÁBAL, C., “Consideraciones sobre las especialidades de la auditoría de las sociedades cotizadas”, en VV.AA., *Derecho de Sociedades*, Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero, vol. III, Cap. 81, pp. 2565 y ss., Madrid, 2002.

(7) La LSRL, a través de su disposición adicional sexta, modificó los artículos 8.4 de la LAC y 204 de la LSA.

(8) En este sentido, la profesión auditora solicitaba algunos cambios en el régimen de responsabilidad establecido en el artículo 11 de la LAC. En concreto, lo hacía respecto a dos aspectos, en primer lugar en relación con la ilimitación de la cuantía por la que tuviera que responder el auditor y, en segundo lugar, respecto a la responsabilidad solidaria de todos los socios pertenecientes a una sociedad de auditoría, características del régimen previsto en nuestro vigente artículo 11 de la LAC.

(9) Una de las solicitudes de la profesión auditora es la reforma del régimen de responsabilidad civil. Sin embargo López Combarros, Presidente del ICAC, ha señalado que no es el momento oportuno para plantear la reforma del régimen de responsabilidad, que quizá podrá abordarse en la futura Ley de Sociedades Profesionales (*Expansión*, 13 de junio de 2002).

línea precursada por la SEC (Securities Exchange Commission) que se oponía o, al menos, exigía ciertos controles a determinadas actitudes y actividades de las entidades de auditoría⁽¹⁰⁾. Con ello me refiero, especialmente, a la realización por parte de las entidades de auditoría de las llamadas en el sector “prácticas multidisciplinarias”⁽¹¹⁾, cuestión que no abordaremos en el presente comentario, pues será objeto de estudio por otro autor, en el mismo número de esta Revista⁽¹²⁾.

La situación ha dado un vuelco impredecible unos años atrás. Sin embargo, en nuestro país, el caso Gescartera ya había provocado diversas propuestas de modificación de la normativa vigente; propuestas que se han visto desbordadas a lo largo del año en curso. Los hechos acaecidos en el ámbito internacional, y las gravísimas consecuencias para algunas firmas de auditoría⁽¹³⁾, han traído consigo un continuo discurrir de opiniones relativas a modificaciones de la legalidad vigente e iniciativas legislativas, que se han puesto de manifiesto, especialmente, con ocasión del Proyecto de Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, en relación, en su mayoría, con la independencia del auditor y las medidas especiales de auditoría y obligaciones específicas de los

(10) La SEC, tras el caso ENRON, prevé reducir la capacidad de autorregulación del sector y reforzar las normas éticas, de independencia y contratación de clientes (*Expansión*, 17 de enero de 2002).

(11) Sin embargo, no puede dejar de señalarse que, la SEC, después de dificultar la prestación simultánea por parte de las firmas de auditoría de varios servicios, siendo uno de ellos el de auditoría, alcanzó un acuerdo con las mismas sociedades auditoras para que éstas pudieran prestarlos siempre que las entidades auditadas especificaran y desglosaran los honorarios que satisfacían a dichas entidades en concepto de auditoría y en concepto de otros servicios.

(12) Ver ARRUÑADA, B., *La calidad de la auditoría. Incentivos privados y regulación*, pp. 94 y ss. Madrid, 1997; PETIT LAVALL, M.^a V., “Un supuesto de violación del deber de independencia de los auditores de cuentas: La prestación simultánea en la empresa auditada de servicios de asesoría y de auditoría de cuentas”, *Revista Jurídica de Cataluña*, n.º 3, 1996.

(13) La situación de Arthur Andersen en USA ha supuesto un gran cambio no sólo para la entidad —cuyo nombre va a desaparecer del mercado, no sólo en EEUU, sino en el resto del mundo a través de fusiones con otras firmas de auditoría— sino para el resto de las entidades auditoras, que se han convertido en el centro de atención y crítica de las personas afectadas por la auditoría de cuentas y expertos en la materia (*El País*, 23 de junio de 2002).

auditores respecto a las sociedades cotizadas⁽¹⁴⁾ y a las entidades sometidas a regímenes de supervisión⁽¹⁵⁾.

En esa línea se enmarcan las propuestas emanadas de la reunión del ECOFIN, celebrada en Oviedo los pasados 12 y 13 de abril del año en curso, que señalaba las deficiencias que presentaba la auditoría en EEUU y que habían sido puestas de manifiesto con ocasión del caso ENRON⁽¹⁶⁾. Con ello se refería a varios aspectos del actual sistema de auditoría en EEUU que, de no existir, quizá podían haber contribuido a paliar las graves consecuencias que se han producido. Al respecto, los integrantes del ECOFIN señalan como serias deficiencias de la auditoría en EEUU el sistema de evaluación recíproca de las empresas de auditoría (*peer review*), la ineficacia del actual organismo público de supervisión financiado por el sector de la auditoría, el mal funcionamiento de los comités de auditoría y la percepción por el público de una falta de independencia del auditor. Los problemas señalados por el ECOFIN respecto a la auditoría en EEUU no son idénticos, ni perfectamente trasladables a los planteados en Europa y, en particular, a los existentes en nuestro país, pero se

(14) Al respecto, el Gobierno pensó en incorporar al Proyecto de Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, actualmente en tramitación, la exigencia de que las sociedades cotizadas presentaran informes de auditoría de cuentas “limpias”, es decir, sin salvedades. Finalmente, se ha optado por no introducir la modificación. La propuesta consistía en suspender la cotización de aquellas entidades que presentaran salvedades en sus informes de auditoría, lo cual puede resultar excesivo si no se ofrece un tiempo razonable para que las sociedades puedan rectificar sus cuentas. De otro modo, puede ocurrir que la amenaza de suspensión de cotización e, incluso, se habló de exclusión de los mercados secundarios, lleven a los administradores a someter a una gran presión a los auditores. No obstante, el ICAC pretende promover alguna norma al respecto en un plazo de dos años (*Expansión*, 23 de mayo de 2002).

(15) El Proyecto de Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, en su artículo 44, propone la modificación del actual artículo 14.2 de la LAC ampliando las personas que pueden acceder a la documentación, incluidos los papeles de trabajo del auditor, respecto a la auditoría de cuentas de entidades en particular, a las entidades supervisoras, es decir, el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, exclusivamente a los efectos del ejercicio de las competencias relativas a las entidades sometidas a supervisión, de acuerdo con lo establecido en la disposición final primera de la LAC. Posteriormente, se ha introducido una enmienda en el mismo Proyecto por la cual se incluye al Tribunal de Cuentas como órgano habilitado para acceder a los papeles de trabajo del auditor (*Expansión*, 30 de mayo de 2002).

(16) La reunión informal del ECOFIN del pasado mes de abril, con motivo del caso ENRON abordó las cuestiones que requerían modificaciones en su tratamiento en el ámbito de la gestión y control de las grandes empresas y del sistema financiero en general. Y, en especial, las relativas a la auditoría, la información financiera, la buena gestión empresarial, la transparencia del sistema financiero internacional y la investigación de los analistas financieros y el papel de las agencias de calificación crediticia.

asemejan bastante, sobre todo por lo que se refiere a la ineficacia de los comités de auditoría y a la percepción del público respecto a la independencia del auditor.

Por ello, el propio ECOFIN señala las deficiencias de la auditoría en Europa y propone la adopción de una serie de medidas que han de tomarse por la Comisión Europea⁽¹⁷⁾. Entre las medidas propuestas, debe destacarse la adopción por la Comisión de una Recomendación sobre la independencia, cuya publicación había sido prevista para finales del año 2001 y que, finalmente, se ha producido el 16 de mayo de este año. En efecto, la Recomendación 2001/6942 (*Statutory Auditor's Independence in the UE: A set of Fundamental Principles*) ha sufrido un retraso en su publicación al querer incluir algunas modificaciones que se han propuesto como consecuencia de los problemas que se han puesto de manifiesto con ocasión del caso ENRON, y a las que haremos referencia en líneas posteriores.

La independencia del auditor y el endurecimiento del control de las sociedades cotizadas y sometidas a regímenes de supervisión, por la vía de la exigencia de nuevas obligaciones para los auditores de ese tipo de entidades, son, sin duda, los dos aspectos que han generado mayor preocupación por parte de las personas que, desde cualquier perspectiva, se muestran interesadas por la auditoría. Así, otros aspectos, como la modificación de la responsabilidad civil del auditor en el sentido de suavizar el régimen previsto en el artículo 11 de la LAC, que habían centrado las peticiones de los auditores en el pasado, han quedado relegados a un segundo plano.

En definitiva, el artículo que ahora se inicia se centrará en el aspecto de la auditoría que está siendo objeto de mayor discusión. Con ello, me refiero a la independencia del auditor, haciendo especial referencia a los problemas que plantea la independencia de los auditores de las sociedades cotizadas y sometidas al régimen de supervisión.

(17) Al respecto debe señalarse por su interés para el futuro que el ECOFIN propone además la adopción por la Comisión de una nueva comunicación sobre prioridades políticas en el ámbito de la auditoría para el próximo mes de Septiembre y relativas a las siguientes cuestiones: el empleo de las normas internacionales de auditoría en todas las auditorías realizadas en la Unión Europea a partir del año 2005; el establecimiento de unos requisitos mínimos para una vigilancia pública apropiada de la profesión de auditoría en el ámbito nacional y posiblemente europeo, con una fuerte participación de medios ajenos a la profesión; la buena gestión empresarial y, en particular, el papel de los comités de auditoría en sociedades cotizadas; la adopción de un Código ético para sostener la integridad profesional en la UE; el suministro de un apoyo legal apropiado a las iniciativas de la UE en materia de auditoría y, especialmente, la modernización de la Octava Directiva. Así mismo propone un estudio en 2003 sobre la aplicación en los Estados Miembros de la Recomendación relativa a los requisitos mínimos en materia de control de calidad exterior de la auditoría legal en la UE, adoptada en noviembre de 2000.

Para terminar, sólo recordar que no trataremos aquí uno de los aspectos de mayor relevancia en relación a la independencia del auditor y que está siendo objeto de multitud de debates, cual es la prestación por el auditor de otros servicios a la misma entidad.

El presente comentario pretende realizar unas breves consideraciones sobre algunos de los problemas más importantes que, actualmente, plantea la independencia del auditor y las propuestas realizadas por nuestros legisladores nacionales y comunitarios, no sin antes advertir que éste es un comentario de actualidad que no ha pretendido tratar todos los aspectos que presenta la independencia del auditor, ni profundizar en las cuestiones que se abordan, sino tan sólo ofrecer algunas opiniones respecto a las mismas.

II. LA INDEPENDENCIA DEL AUDITOR DE CUENTAS: RIESGOS Y MEDIDAS DE SALVAGUARDA

El artículo 8.º de la LAC sentencia que “los auditores deberán ser independientes”. Sin duda, la independencia del auditor es el principio fundamental que debe regir la actuación del auditor⁽¹⁸⁾.

La labor técnica del auditor, consistente en verificar y dictaminar si las cuentas anuales de la sociedad que audita reflejan la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera de la entidad, de nada serviría, si el que verifica y dictamina sobre las mismas no es una persona independiente a la entidad auditada.

La Recomendación de la Comisión de la Unión Europea recientemente publicada resalta la importancia de la independencia del auditor, señalando que la citada condición aporta la credibilidad de la información financiera que se publica y representa un valor añadido para los inversores, acreedores, trabajadores y otras personas con intereses en las empresas de la Unión Europea y, en particular, respecto a aquéllas que presentan un interés público.

(18) Sobre la independencia del auditor, ver PAZ-ARES RODRÍGUEZ, A., *La Ley, el Mercado y la independencia del auditor*, Madrid, 1996; CAÑIBANO CALVO, L./CASTRILLO LARA, L.A., “La independencia de los auditores: un nuevo enfoque”, *Actualidad Financiera* n.º 3, 1999, pp. 21-39; MARCOS, F., “La independencia del auditor y las cuasi-rentas”, *RDBB* n.º 79, julio-septiembre, 2000, pp. 175-193; BELLO PERIBÁÑEZ, A., “El régimen de independencia e incompatibilidades en la auditoría de cuentas”, *Partida Doble*, n.º 82, octubre 1997, pp 56-71; PEREDA SIGÜENZA, J.M./ALVARADO RIQUELME, M., “La independencia del auditor: Propuestas de modificación de la normativa”, *Partida Doble*, n.º 110, abril, 2000, pp. 80-91; LÓPEZ CASUSO, A., “Auditoría, Independencia y objetividad”, *Revista Técnica del Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas de España*, n.º 7, 1995, pp. 68-75.

Por ello, las instituciones y entidades encargadas de velar por el buen funcionamiento del sistema financiero, tanto en nuestro país como en los países del ámbito occidental, incluidas las instituciones de la Unión Europea, y que han analizado los problemas que presenta la auditoría en la actualidad, han dedicado gran parte de sus propuestas al establecimiento de un entramado de medidas que tiendan a salvaguardar la independencia del auditor.

En efecto, los auditores en algunas ocasiones, especialmente al defender la prestación de otro tipo de servicios al mismo cliente, además de la auditoría, han alegado su profesionalidad como garante y salvaguarda de su independencia. Sin embargo, la condición de ser un profesional inscrito en el ROAC y contar con determinados conocimientos técnicos no crea las condiciones suficientes para procurar la independencia. Por el contrario, es necesario crear un sistema de medidas que favorezca el ejercicio de la actividad auditora de forma independiente.

La Recomendación de la UE se refiere al interés personal (laboral, financiero o contractual), el “autocontrol”, las relaciones familiares, la confianza y la intimidación, como circunstancias que pueden dificultar la independencia del auditor. Al mismo tiempo, el documento comunitario destaca otros dos aspectos que, en función de cómo se resuelvan, pueden constituir un riesgo o, por el contrario, medidas de salvaguarda de la independencia. Con ello, nos referimos a dos cuestiones. La primera, relativa a las personas, institución u órgano, a quienes el Ordenamiento de cada Estado miembro les encomienda el nombramiento del auditor de la sociedad, y la segunda se refiere a los sistemas de control y vigilancia de la actividad auditora; cuestiones algunas de las cuales trataremos a lo largo del presente comentario.

Los riesgos, a los que se refiere la Recomendación de la UE, puede decirse que son los mismos que afectan a la independencia de los auditores que ejercen su actividad en nuestro país, salvo la mención al autocontrol, ya que nuestro Ordenamiento ha previsto que sea el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (en adelante, el ICAC), un organismo de carácter administrativo, el que realice el control de los trabajos de auditoría.

En nuestro país, la doctrina, los profesionales y los expertos en general, han presentado diversas propuestas para tratar de garantizar o, al menos, de procurar la independencia del auditor. La independencia es una condición deseada y necesaria para el desempeño de la actividad auditora, sin la cual la auditoría no tendría ningún sentido, porque no podría cumplir la función que se le ha otorgado.

No obstante, debe señalarse que la pérdida de la independencia del auditor, así como sus consecuencias, si bien éticamente pudieran merecer el mismo reproche, no tienen la misma trascendencia en todos los casos, sino que debe

tenerse en cuenta la importancia de la sociedad auditada, la actividad que ésta desarrolla y las repercusiones que una crisis de la misma sociedad pudiera provocar. En efecto, el Ordenamiento Jurídico no puede afrontar de igual manera la posibilidad de que un auditor no actúe con independencia en la realización de una auditoría, sin valorar aspectos como el tamaño de la sociedad auditada, el sector al que ésta pertenece o el número de personas que pueden verse afectadas, entre otros.

Por ello, debe señalarse que, al menos, merecen especial atención las auditorías de las sociedades cotizadas, las entidades de crédito y establecimientos financieros, las entidades aseguradoras, las entidades de servicios de inversión, las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones, ⁽¹⁹⁾ respecto a las cuales la Recomendación de la Comisión de la UE señala que las ventajas de la salvaguarda de la independencia de los auditores incluyen beneficios de eficacia y efectos positivos que contribuyen a la buena marcha de los mercados de capitales.

Con ello, también, quiere ponerse de manifiesto que no todas las medidas de salvaguarda de la independencia que se sugieren por los sectores afectados, y a las que se refiere la Recomendación de la Comisión, incluyendo las que se propongan en el presente comentario, hayan de establecerse para los auditores de todas las sociedades que vienen obligadas a auditar sus cuentas y, menos aún, para aquellas que se sometan a auditoría voluntariamente. En este sentido, no puede soslayarse que las medidas de salvaguarda generan unos costes que no siempre estarán justificados. Así, una medida de defensa de la independencia puede producir beneficios sustanciales si se aplica respecto a las auditorías de entidades que representan un interés público y, sin embargo, un coste desproporcionado en una sociedad de tamaño medio y cuya actividad no se refiera al sector financiero u otro sector que pueda considerarse de relativa importancia. Como criterio general, puede decirse que algunas de ellas, como las previstas en el actual artículo 8.º de la LAC y que, habitualmente, conocemos como incompatibilidades, deben ser de cumplimiento general, mientras que, respecto a otras medidas, como el establecimiento de determinados sistemas de control interno, la creación de comisiones de auditoría o la rotación del auditor, entre otras, habrá de valorarse si el aumento de los costes es proporcionado al fin que se persigue con la auditoría o si, por el contrario, los beneficios que se obtengan con el cumplimiento de tales medidas se disipan si los comparamos con los costes que su implementación vayan a suponer a la sociedad auditada.

(19) Ver la disposición adicional primera de la LAC que se refiere a las entidades que deben auditar sus cuentas con arreglo a la LAC.

El deber de los auditores, previsto en el párrafo final de la disposición final primera de la LAC, relativo a la obligación de informar a las entidades supervisoras correspondientes respecto a las sociedades que están sometidas a regímenes especiales, así como la modificación del artículo 14 de la LAC prevista en el Proyecto de Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero al que ya se ha hecho referencia en este comentario ⁽²⁰⁾, deben encuadrarse, si bien de forma indirecta, en el entramado de medidas que se viene perfilando para salvaguardar la independencia del auditor de aquellas sociedades que presentan un interés público y, en consecuencia, requieren un mayor control por parte de la Administración. En efecto, la obligación de informar a las entidades supervisoras e, incluso, facilitar el acceso a los papeles de trabajo a dichas entidades, no deja de ser un sistema de control que indirectamente favorece la independencia del auditor, que se verá obligado frente a las entidades supervisoras a informar sin intermediarios sobre las situaciones anómalas que atraviesa la entidad auditada. Sin embargo, no pueden ser consideradas como medidas de salvaguarda encaminadas principalmente a garantizar o procurar la independencia del auditor, sino a ejercer el control de las entidades sometidas a regímenes de supervisión por las entidades que las supervisan.

La realización de algunas consideraciones sobre la independencia del auditor nos lleva a tratar, al menos, algunos aspectos, como las incompatibilidades del auditor, el modo en el que se produce el nombramiento y las relaciones que se establecen entre el auditor y la entidad auditada, la irrevocabilidad del auditor y la rotación del auditor.

1. Incompatibilidades del auditor

Bajo el epígrafe de las incompatibilidades, agrupamos aquellas circunstancias personales y particulares del auditor, o de las personas que constituyen su

(20) Las obligaciones previstas en el párrafo final de la disposición final primera, y la modificación del artículo 14 de la LAC prevista en el Proyecto de Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, guardan una relación directa, la primera con el deber de informar del auditor y la segunda, aún tan sólo propuesta, con el deber de revelación, y ambas una relación inversa con el deber de secreto del auditor. Las obligaciones de referencia son el resultado de una tendencia, de origen comunitario, a la que han venido oponiéndose los auditores, alegando que las normas que establecen este tipo de obligaciones violentan el deber de secreto del auditor. Sin embargo, puede adelantarse que el deber de secreto del auditor es un principio que debe atemperarse con la presencia y la importancia de otros intereses dignos de mayor protección. Por ello, puede hablarse del deber de información e, incluso, del deber de revelación respecto a determinadas personas que ha de prevalecer en el auditor, frente al deber de secreto para con su cliente. Al respecto, ver AMESTI MENDIZÁBAL, C., “La obligación de los auditores de facilitar información al ICAC y el deber de secreto”, *RDBB*, n.º 83, julio-septiembre, 2001, pp. 227 y ss.

grupo de trabajo, que suponen situaciones de riesgo y que amenazan la independencia del auditor, respecto a una sociedad en concreto. Las incompatibilidades hacen referencia, en consecuencia, a circunstancias previstas por la legislación aplicable que, cuando concurren, suponen una presunción de pérdida de independencia, contra la cual no cabe prueba en contrario. La concurrencia de una de estas circunstancias lleva aparejada la prohibición legal de realizar la actividad en relación a la entidad concreta respecto a la cual se establece la incompatibilidad ⁽²¹⁾.

En nuestro Ordenamiento, las incompatibilidades se encuentran recogidas en el artículo 8.º de la LAC. La Recomendación de la Comisión hace referencia a todas ellas y, en general, puede afirmarse que la mayoría de las circunstancias que recoge el documento comunitario encuentran un supuesto similar en las incompatibilidades previstas en el citado precepto. Sin embargo, puede anticiparse que la Recomendación presenta algunas novedades y diferencias, respecto a las circunstancias que prevé la LAC y que pueden suponer, en el futuro, modificaciones importantes del actual texto legal.

El documento comunitario realiza un recorrido extenso y pormenorizado por los supuestos denominados “circunstancias particulares” que, en algunos casos, se concretan en incompatibilidades que prohíben al auditor realizar la auditoría.

Las incompatibilidades previstas en la Recomendación se refieren a cinco aspectos: en primer lugar, la existencia de un interés financiero del auditor en la entidad auditada; en segundo lugar, mantener relaciones e intereses de negocios entre el auditor y la entidad auditada; en tercer lugar, tener vinculación laboral con la entidad auditada o ser administrador u ocupar puestos de dirección o control en la entidad auditada; en cuarto lugar, mantener relaciones familiares de consanguinidad o afinidad con personas que ejercieran las funciones o mantuvieran las relaciones a las que se ha hecho referencia en líneas superiores y, en quinto lugar, haber sido auditor de una entidad en la que le ofrecen un puesto de trabajo o un cargo de administración.

La mayoría de las incompatibilidades previstas en el documento de la UE, así como las contempladas en el citado artículo 8.º de la LAC, se refieren a circunstancias que pueden concurrir en la persona que va a realizar una auditoría, es decir, podríamos calificarlas como incompatibilidades previas a la realización del trabajo de auditoría. Sin embargo, tanto nuestra LAC como la Recomendación de la UE, como ha podido observarse, prevén una incompatibilidad respecto al auditor que recibe una oferta para desempeñar cualquier cargo de

(21) Sobre las incompatibilidades del auditor, ver PETIT LAVALL, M.ª V., *Régimen jurídico de la auditoría de cuentas anuales*, Madrid, 1994, pp. 159 y ss.

administración, dirección o puesto de trabajo, en la entidad auditada, después de haber realizado la auditoría⁽²²⁾. En este caso, el auditor no podría aceptar la oferta hasta que no hubieran transcurrido tres años, según la LAC, y dos años, conforme al texto comunitario, contados desde el momento en el que finalizó el trabajo de auditoría.

De las circunstancias a las que hace referencia la Recomendación, merecen destacarse, especialmente, dos de ellas. La primera, por las diferencias que presenta respecto a la regulación prevista en la LAC, y la segunda por la novedad que representa al no existir previsiones al respecto en nuestra Ley.

La primera se refiere al interés financiero. En efecto, la Recomendación de la UE realiza una exposición extensa respecto a lo que debe entenderse por interés financiero y a la forma en la que el auditor debe valorar el riesgo de que éste influya en los resultados de la auditoría.

Sin embargo, el texto comunitario no hace referencia a cuantías concretas que hayan de tenerse en cuenta para establecer la incompatibilidad, pero insiste en el principio general de la incompatibilidad del auditor responsable, la sociedad de auditoría o cualquier otro miembro del equipo encargado de la auditoría que participen en el trabajo de auditoría de manera significativa y que posea, bien un interés financiero en la entidad cliente, bien un interés financiero indirecto en la entidad auditada que sea esencial para una de las partes, o bien un interés financiero (directo o indirecto) en las sociedades vinculadas a la entidad auditada, que sea esencial para una de las partes. En esos casos, el auditor, cualquier miembro del equipo o cualquier persona que tenga capacidad de influir en la opinión del auditor, y que se encuentre en alguna de las circunstancias descritas, será incompatible para realizar la auditoría de la sociedad en particular, respecto a la cual exista el citado interés financiero. La Comisión de la UE prevé la posibilidad de que la existencia del interés financiero se produzca como consecuencia de un hecho, acaecido con posterioridad a la iniciación del trabajo de auditoría y ajeno a la voluntad de la persona implicada en el mismo (es decir, herencia, donación, fusión de sociedades, etc.). En ese caso, la persona afectada habrá de desprenderse de los derechos que le hacen poseer dicho interés en la entidad auditada lo antes posible, que en todo caso no podrá

(22) Al respecto, algunos autores han señalado que la citada incompatibilidad debería desaparecer, pues esta circunstancia no pone en peligro la independencia. (Ver PEREDA SIGÜENZA, J.M./ALVARADO RIQUELME, M., “La independencia del auditor: Propuestas de modificación de la normativa”, *Partida Doble*, n.º 110, 2000, pp. 80-919). Sin embargo, debe recordarse que la incompatibilidad descrita trata de evitar la posibilidad de que el auditor reciba la oferta (para ocupar un cargo de administrador o un puesto de responsabilidad) mientras realiza la auditoría, lo cual puede suponer una circunstancia que condicione la independencia de éste.

ser un plazo superior a un mes, contado desde la fecha en que tuviera conocimiento de la existencia de la circunstancia que, de subsistir, le haría incompatible para realizar la auditoría.

Conviene recordar aquí el tratamiento que ofrece nuestra Ley a la incompatibilidad relativa a poseer un interés financiero. En efecto, el artículo 8.º de la LAC, en su párrafo 2.b, relativo al interés financiero como incompatibilidad del auditor, establece dos cuantías para limitar la existencia de tal incompatibilidad. La primera en relación a la participación del auditor en el capital de la sociedad auditada, y la segunda respecto a lo que supone dicha participación en el patrimonio del auditor. El documento de la UE es mucho más exigente que las previsiones establecidas en la LAC. Al respecto debe señalarse que el citado artículo 8.2.b) permite al auditor realizar la auditoría de una sociedad con la que tiene establecida una relación que, a nuestro juicio, supone en principio un riesgo para su independencia.

La segunda circunstancia prevista en la Recomendación que ha sido destacada se refiere a la posible incompatibilidad del auditor por existir relaciones de negocios, o lo que podríamos denominar relaciones contractuales diferentes al contrato de auditoría, entre el auditor o sociedad de auditoría y el cliente o entidad auditada.

Al respecto debe señalarse que el documento comunitario, al incluir esta circunstancia particular, que consiste en mantener otras relaciones contractuales, no se refiere a la prestación de otros servicios por parte del auditor o las denominadas prácticas multidisciplinarias, aspecto al que se presta una especial atención en otro apartado del texto de la Recomendación.

En efecto, la Recomendación comunitaria se refiere a la existencia de relaciones comerciales o de carácter financiero entre el auditor, la sociedad de auditoría o cualquier persona que pueda influir en los resultados de la auditoría, de una parte, y de otra la entidad auditada, una filial de ésta o sus administradores. En este sentido, el documento comunitario propone una serie de circunstancias en las que ha de establecerse una incompatibilidad, entre ellas: la posesión de un interés financiero en una empresa común con el cliente, con su propietario (accionista mayoritario o absoluto), el Presidente del Consejo de Administración o cualquier otra persona que ocupe cargos de alta dirección; la posesión de un interés financiero en un cliente al que le presta otros servicios, realizando inversiones en la entidad auditada, concediendo préstamo a un cliente o aceptando un préstamo del cliente, entre otros.

Al respecto, también plantea las situaciones en las que el auditor contrata con su cliente servicios bancarios, seguros, compras de bienes de equipo, servicios de electrónica, etc. Al respecto, el documento comunitario manifiesta que las relaciones contractuales de referencia, si se han realizado con independencia

y el auditor no ha visto cercenada su libertad, no supondrán una incompatibilidad. Sin embargo, el auditor debe valorar, honestamente, el riesgo que supone que una misma operación que, en principio, es libre, se convierta en una situación que entrañe un riesgo para la independencia del auditor o de la persona implicada en el trabajo de auditoría. En efecto, el documento confía en la decisión del auditor que debe valorar si concurren circunstancias que ponen en peligro la independencia.

Al respecto debe señalarse que nuestra LAC habrá de incorporar algunas de las propuestas realizadas por la Recomendación, concretando los supuestos que habrán de considerarse como incompatibilidades, además del señalamiento de otras circunstancias que, en determinadas circunstancias, pueden constituir supuestos de pérdida de independencia, que el auditor habrá de valorar.

En este sentido se enmarca la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero que, finalmente, parece que incorporará muchas de las propuestas realizadas en la Recomendación de la Comisión Europea, estableciendo un régimen más estricto de incompatibilidades que el que prevé nuestra actual LAC ⁽²³⁾.

No obstante, debe destacarse que habrán de considerarse, además, otro tipo de medidas para preservar la independencia del auditor respecto a las circunstancias particulares que mantiene el auditor con la entidad que va a ser auditada. Por una parte, las propias asociaciones profesionales y el ICAC habrán de replantear las pautas de comportamiento general que, sin poner en riesgo la seguridad jurídica del auditor, establezcan, al menos, un Código de conducta cuyo cumplimiento sea controlado por el propio ICAC y por los órganos de gobierno de las Asociaciones Profesionales y, por otra parte, la propia entidad auditada habrá de velar por crear las circunstancias adecuadas para

(23) Las incompatibilidades que, a la hora de redactar estas líneas, se prevé sean incorporadas en la Ley de medidas de Reforma del Sistema Financiero, son: Ostentar cargos directivos, de administración o supervisión interna de la entidad auditada y de empleo o en una entidad que posea directa o indirectamente más del 20% de los derechos de voto de la entidad auditada, o en la que ésta posea directa o indirectamente más del 20% de los derechos de voto; tener interés financiero directo o indirecto en el cliente; tener vínculos de consanguinidad o afinidad hasta el segundo grado con empresarios, directivos o administradores de las entidades a auditar; llevanza material de la contabilidad de la entidad cliente; prestación a un cliente de auditoría de servicios de diseño y puesta en práctica de sistemas de tecnologías de la información financiera usados para generar las cuentas anuales; prestación de servicios de valoración y de servicios de auditoría interna; mantenimiento de relaciones empresariales, etc. (*Expansión*, 9 de mayo de 2002).

elegir al auditor independiente y mantener una relación con éste que favorezca la independencia del auditor, especialmente en las sociedades cotizadas ⁽²⁴⁾.

2. El nombramiento del auditor y el mantenimiento de relaciones entre el auditor y la entidad auditada

La independencia del auditor requiere, como se ha señalado en la Introducción de este comentario, un entramado de medidas tendentes a procurar la independencia de éste, frente a circunstancias que la dificultan o, al menos, la colocan en una situación de riesgo.

El nombramiento del auditor y las relaciones que éste establezca con la entidad auditada durante el período por el que fue designado auditor constituyen dos aspectos que, según cómo los resuelva la normativa aplicable, pueden convertirse en circunstancias que dificultan la independencia o, por el contrario, en medidas que procuran la independencia del auditor.

Respecto al nombramiento, la Recomendación 2001/6942 de la Comisión de la UE ha señalado como uno de los aspectos que deben tenerse en cuenta para procurar la independencia del auditor la persona, institución u órgano al que corresponde la designación del auditor.

El artículo 204 de la LSA establece que el auditor de cuentas de la sociedad será nombrado por la Junta General. La previsión legal parte de un teórico poder soberano de la Junta General. Sin embargo, la práctica ha demostrado que, en las sociedades cotizadas, la Junta General es un órgano manejado por el órgano de administración en la toma de cualquier decisión. Lo mismo puede decirse respecto a la designación del auditor de la sociedad: los administradores proponen a una sociedad de auditoría como auditor de la sociedad y la Junta General limita su actuación a aceptar su nombramiento. En efecto, la facultad

(24) Al respecto, el Código Alemán de Gobierno Corporativo de 26 de febrero de 2002, en su apartado 7.2.1, establece que “antes de la presentación del candidato propuesto, el Consejo de Vigilancia y, en su caso, la Comisión de Auditoría deben solicitar del auditor previsto una declaración sobre las relaciones profesionales, financieras u otras del auditor o los órganos y directivos de la compañía auditada, por una parte, y la compañía y los miembros de sus órganos por otra parte, las cuales pudieran suscitar dudas en cuanto a su independencia. La declaración también debe incluir datos referentes a otras prestaciones de servicios a la compañía, especialmente en el sector del asesoramiento, que se hayan realizado durante el ejercicio pasado o se hayan establecido contractualmente para el próximo año”. Así mismo, el Consejo de Vigilancia debe acordar con el auditor que éste informe inmediatamente sobre posibles motivos de exclusión o inhibición que pudieran presentarse durante la auditoría, en caso de que éstos no sean eliminados.

de nombramiento del auditor reside formalmente en la Junta General de las grandes sociedades, pero debe reconocerse que, de hecho, el órgano de administración es quien elige al auditor de la sociedad.

La situación de hecho, a la que hemos hecho referencia, es fuente de situaciones que, al menos, ponen en riesgo la independencia del auditor. Sin embargo, debe señalarse que no es ésta la única circunstancia que dificulta el establecimiento de las condiciones necesarias para preservar la independencia del auditor. En efecto, el artículo 204 de la LSA, una vez modificado por la LSRL, no es sino un cúmulo de aspectos que, lejos de favorecer la independencia del auditor, colocan a éste en una posición de peligro constante, respecto a la influencia de los administradores.

El citado precepto, por una parte, prevé la renovación anual del cargo de auditor, una vez finalizado el período por el que fue nombrado y, por otra, permite la revocación del auditor de la sociedad por la Junta General cuando concurra justa causa, sin necesidad de probar la existencia de ésta, para proceder a la revocación; cuestión sobre la cual volveremos al tratar de la irrevocabilidad del nombramiento del auditor.

Sin embargo, conviene anticipar que, del juego de ambas circunstancias, puede deducirse que, si el auditor puede ser reelegido anualmente, también puede ser “no reelegido” al finalizar cada período anual. Es decir, una vez finalizado el primer período por el que se nombra el auditor, puede reelegirse al auditor por períodos anuales. De tal modo que el “cargo” de auditor, por la vía de hecho, ha dejado de ser irrevocable.

En efecto, al establecerse la prórroga anual se ha eliminado una de las medidas que pretendían favorecer la independencia. Con ello nos referimos a la necesidad de establecer un período fijo, con un número mínimo y máximo de años, por el cual el auditor ha de ser designado. El establecimiento de un período fijo permite al auditor gozar de una cierta seguridad de que permanecerá en el ejercicio de su actividad, si actúa correctamente, lo cual deberá contribuir a la independencia del auditor respecto a la presión de los administradores.

La situación en líneas anteriores descrita, y provocada tras la modificación del artículo 204 de la LSA, requiere una nueva redacción del citado precepto, al menos respecto a la posibilidad de que el auditor sea reelegido anualmente. Lo mismo debe decirse respecto al artículo 8.4 de la LAC, cuyo contenido es idéntico al que venimos comentando.

Para paliar los problemas derivados del nombramiento formal del auditor por la Junta General, se propone la creación de Comités o Comisiones de Auditoría en los Consejos de Administración, siguiendo las pautas y directrices de

los Códigos Éticos y Códigos de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas⁽²⁵⁾. Entre las funciones que se reservan a las Comisiones de auditoría debe destacarse la propuesta de los auditores para su nombramiento por la Junta General, así como el establecimiento de los honorarios del auditor y el mantenimiento de las relaciones que sean necesarias para facilitar la información requerida por los auditores y realizar el trabajo de auditoría⁽²⁶⁾. En efecto, las funciones de las Comisiones de auditoría no pueden limitarse al nombramiento del auditor, sino que deben ampliarse a todas aquellas funciones que estén encaminadas a facilitar el trabajo del auditor y a crear las circunstancias adecuadas para que éste pueda desarrollar sus funciones de forma satisfactoria e independiente⁽²⁷⁾.

Sin embargo, debe señalarse que los Códigos de Buen Gobierno, de momento, se han revelado ineficaces. Al respecto, se ha puesto de manifiesto, a lo largo del presente año, que los consejeros independientes que constituyen las comisiones de auditoría no cumplen el papel que de ellos se esperaba. Precisamente, una de las causas a las que se achacan algunos de los acontecimientos de éste último año es el mal funcionamiento o, si se prefiere, la falta de eficacia de los Códigos citados, es decir, el incumplimiento en general de las previsiones en ellos contenidas.

(25) Ver, por todos, VV.AA., *El Gobierno de las sociedades cotizadas*, coordinado por Gaudencio Esteban Velasco, Madrid-Barcelona, 1999.

(26) La Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades: El gobierno de las sociedades cotizadas, de fecha 26 de febrero de 1998, conocido como el Informe Olivencia, en el apartado 11.1 señala que la Comisión de Auditoría debe estar dotada de una serie de competencias, entre las que pueden destacarse: proponer la designación del auditor, las condiciones de contratación, el alcance del mandato profesional, la revocación en su caso, revisar las cuentas de la sociedad y servir de canal de comunicación entre el Consejo de Administración y los auditores, entre otras.

Dado el carácter voluntario de los Códigos Éticos, una de las enmiendas propuestas para introducir en la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero se refiere a la obligación de crear Comités de Auditoría en las sociedades cuyas acciones y obligaciones estén admitidas a negociación en mercados oficiales de valores. Las competencias que se le encomendarían serían: en primer lugar, informar a la Junta general de accionistas; en segundo lugar, proponer el nombramiento a la Junta general de accionistas de los Auditores de cuentas; en tercer lugar, dirigir los servicios de auditoría interna en el caso de que exista dicho “órgano” dentro de la organización empresarial; en cuarto lugar, conocimiento del proceso de información financiera y de los sistemas de control interno de la sociedad y, en quinto lugar, mantener relaciones con los auditores “externos” para recibir información sobre aquellas cuestiones que puedan poner en riesgo la independencia de éstos y cualesquiera otras relacionadas con el proceso de desarrollo de la auditoría de cuentas, así como aquellas otras comunicaciones previstas en la legislación de auditoría de cuentas y en las normas técnicas de auditoría.

(27) SANZ PARAÍSO, “Las comisiones de auditoría y cumplimiento”, en VV.AA., *El Gobierno de las sociedades cotizadas*, Coordinado por Gaudencio Esteban Velasco, Madrid-Barcelona, 1999, pp. 395 y ss.

Por ello debe plantearse otro sistema que resulte realmente eficaz para conseguir que el Consejo de Administración no interfiera en la labor del auditor y que favorezca la realización de la auditoría de forma independiente.

Al respecto debe señalarse que viene planteándose con fuerza la necesidad de modificar nuestra Ley de Sociedades Anónimas e introducir en nuestro Ordenamiento el sistema dualista como modo de organizar la administración de las sociedades cotizadas⁽²⁸⁾.

La existencia de dos órganos de administración, uno —el Consejo de Dirección— dedicado a tareas ejecutivas y, otro —el Consejo de Vigilancia— con funciones exclusivamente de control, podría ser una solución o, al menos, una medida que favoreciera la independencia del auditor. En efecto, al Consejo de Vigilancia le correspondería el nombramiento y el mantenimiento de cualquier relación con el auditor de la sociedad, de tal manera que éste no debería tener relaciones estrechas con el Consejo de Dirección. Por el contrario, si el Consejo de Vigilancia resulta eficaz y, efectivamente, ejerce las funciones que en los Ordenamientos en los que se ha establecido el sistema dual le han sido encomendadas, no sólo no dificultará el ejercicio independiente de las funciones del auditor sino que, por el contrario, las favorecerá, al correr las funciones de uno y otro en el mismo sentido⁽²⁹⁾.

Sin embargo, no debe dejar de señalarse que la competencia para designar al auditor también podría delegarse en otras personas ajenas a la sociedad audi-

(28) Sobre las opiniones mantenidas respecto al Gobierno de Sociedades y, en particular, en relación a la posibilidad de introducir en nuestra legislación el sistema dualista en la organización del órgano de administración, ver por todos RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Crónica Parcial del debate sobre el Gobierno de las Sociedades”, en VV.AA., *Economía y Derecho ante el Siglo XXI*, pp. 204 y ss., que a su vez recoge las opiniones mantenidas por los distintos sectores de la doctrina.

(29) Al respecto puede verse el Código Alemán de Gobierno Corporativo de 26 de febrero de 2002 que, en su apartado 5.3.2, se refiere a las funciones del Consejo de Vigilancia respecto a la auditoría de cuentas. Al respecto señala que el Consejo de Vigilancia debe constituir una Comisión de Auditoría (Audit Committee), que se encarga principalmente de temas relacionados con la rendición de cuentas y la gestión de riesgo, la necesaria independencia del auditor, la atribución de la auditoría al auditor, la determinación de los puntos esenciales de la auditoría y el acuerdo de los honorarios. El Presidente de la Comisión de Auditoría no debería ser un antiguo miembro de la Junta Directiva de la Compañía. Así mismo, en su apartado 5.2 señala que el Presidente del Consejo de Vigilancia no debería presidir la Comisión de Auditoría. Por último, debe hacerse una referencia al apartado 7.2, en el que el Código Alemán recoge las pautas de comportamiento del Consejo de Vigilancia y, en particular, de la Comisión de Auditoría, con el auditor, respecto al nombramiento, la declaración del auditor sobre todos los aspectos que podrían constituir incompatibilidades o riesgos para la independencia del auditor, los honorarios, etc.

tada, especialmente, tratándose de sociedades cotizadas. Las personas o instituciones de referencia podrían ser el Registrador Mercantil, la CNMV, etc. Sin embargo, no puede obviarse que esta posibilidad es muy probable que, por una parte, encareciera el nombramiento y, por otra, que le privara de la agilidad necesaria, retardando el nombramiento en muchas ocasiones. Lo cual no quiere decir que no pueda arbitrarse un sistema que mejorara los inconvenientes señalados.

En cualquier caso, quiere destacarse que es importante plantearse la modificación del actual sistema de nombramiento del auditor. De otro modo, mientras el nombramiento del auditor corresponda, de hecho, a los administradores de la sociedad a auditar, difícilmente podremos hablar de que se han tomado las medidas necesarias para salvaguardar la independencia del auditor; cuestión de singular importancia, tratándose de sociedades cotizadas y de las denominadas, por la Recomendación de la UE, de interés público.

3. La irrevocabilidad del auditor

El nombramiento del auditor, como ya se ha anticipado en líneas anteriores, es de carácter irrevocable. El artículo 204 de la LSA, en su párrafo 3, establece que la Junta General no podrá revocar a los auditores antes de que finalice el período para el que fueron nombrados, a no ser que medie justa causa⁽³⁰⁾. Del citado precepto se desprenden dos aspectos que pueden influir desfavorablemente en la independencia del auditor. En primer lugar, que corresponde a la Junta General la revocación del auditor y, en segundo lugar, que la alegación por la Junta General de la existencia de justa causa no requiere que ésta se pruebe antes de hacerse efectiva la revocación del auditor de la sociedad y de que se proceda a la sustitución de éste por otro auditor.

Con respecto al aspecto señalado en primer lugar, podrían repetirse los argumentos que se han puesto de manifiesto, en líneas anteriores, respecto al nombramiento del auditor. En efecto, formalmente corresponde a la Junta General revocar el nombramiento del auditor cuando exista justa causa. Sin embargo, en las grandes sociedades, la Junta General se limitaría a aprobar la propuesta realizada por los administradores que, además, no requeriría de ninguna formalidad especial para que fuera eficaz.

Con respecto al segundo aspecto debe señalarse que, a nuestro juicio, la irrevocabilidad del nombramiento del auditor es de carácter real. La irrevocabi-

(30) Respecto a la revocación del auditor, ver SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La revocación del auditor en la SA”, *RdS*, n.º 2, 1994, pp. 53 y ss; IDEM, “La apreciación registral de la justa causa en la revocación del auditor de cuentas (Comentario a la Resolución de la DGRN de 6 de febrero de 1996)”, *RDBB*, n.º 62, 1996, pp. 485-497.

lidad prevista en el artículo 204 de la LSA se fundamenta en un interés distinto al interés personal del propio auditor. Es decir, la irrevocabilidad del auditor radica en el interés general, que se materializa en la salvaguarda del sistema de control que deben ejercer los auditores respecto a las cuentas anuales de las sociedades que auditan.

En la práctica, la irrevocabilidad del auditor ha quedado como una mera declaración establecida en nuestro ordenamiento, y ello por una doble razón. En primer lugar, porque como ya se ha puesto de manifiesto en líneas anteriores, modificados los artículos 204.2 de la LSA y 8.4 de la LAC, mediante la eliminación del período de incompatibilidad que se abría al finalizar el período por el que el auditor hubiera sido nombrado, y con la inclusión de la frase “el nombramiento podrá prorrogarse anualmente”, la irrevocabilidad del auditor, una vez finalizado el período inicial, ha quedado totalmente desvirtuada y a expensas de la decisión que tome la Junta General de renovar o, por el contrario, de nombrar a otro auditor.

En segundo lugar, porque la decisión de que exista justa causa o no queda al arbitrio de una de las partes, es decir, teóricamente queda en manos de la Junta General, si bien todos sabemos que, en las grandes sociedades, será una decisión de los administradores. En efecto, la irrevocabilidad del auditor ha quedado, en la práctica, en una declaración formal que realiza el legislador, pues basta con alegar una posible justa causa en la Junta General para poder revocar al auditor, aun cuando, realmente, no exista ésta, es decir, aunque el auditor haya actuado correctamente cumpliendo satisfactoriamente con sus obligaciones y sin haber incurrido en ninguna circunstancia que hubiera justificado su revocación. En efecto, la existencia de justa causa no ha de probarse *a priori*, sino que el auditor habrá de demandar a la sociedad para que el juez establezca la existencia o inexistencia de la justa causa.

A mayor abundamiento, en la práctica, cuando el juez ha establecido que no ha concurrido justa causa en la revocación del auditor, las resoluciones judiciales se han manifestado en el sentido de condenar a la entidad auditada a indemnizar al auditor cuyo nombramiento fue revocado por la Junta General, pero no han optado por restituir al auditor en “su cargo”. Por el contrario, el nuevo auditor designado por la Junta General permanece como auditor de la sociedad y el auditor destituido permanece ajeno a la entidad ⁽³¹⁾.

Con ello se pone de manifiesto que, los administradores de una sociedad, podrán revocar al auditor de la misma, con relativa facilidad, aunque no hubiera

(31) Ver AMESTI MENDIZÁBAL, C., “Sentencia de la Audiencia Provincial de Badajoz en relación a la renovación del nombramiento de auditores y violación del art. 204 de la Ley de Sociedades Anónimas”, *RDBB*, 59, julio-septiembre 1995, pp. 788-789.

existido justa causa. Finalmente, bastará con indemnizar al auditor revocado para conseguir el objetivo de destituir al auditor, siendo la indemnización de cuenta de la sociedad⁽³²⁾.

La posibilidad de restituir al auditor revocado en su “cargo” de auditor de la sociedad ha sido dificultada, argumentándose que dicha restitución provocaría, entre administradores y auditor, unas relaciones tensas y poco fluidas. Sin embargo, la existencia de dichas relaciones difíciles no puede admitirse, en ningún caso, como justa causa para la revocación del auditor y, en consecuencia, tampoco debería ser un argumento para no restituir al auditor injustamente revocado por la Junta General. De otro modo, y si apreciáramos el citado argumento como justa causa, habría de concluirse que la irrevocabilidad del auditor y la exigencia de que concurra una justa causa para poder removerlo de su “cargo” es una simple declaración de principios que realiza nuestro legislador en el artículo 204 de la LSA, carente de toda eficacia.

En efecto, si la irrevocabilidad del auditor se establece con objeto de preservar la independencia del auditor de las presiones de los administradores, la circunstancia de tener una buena o mala relación no puede esgrimirse como justa causa porque, si así fuera, habría que decir que sería más coherente eliminar de nuestro Ordenamiento la exigencia de la existencia de una justa causa para poder revocar al auditor y, en consecuencia, obviar la propia irrevocabilidad.

Al respecto, debe señalarse que, sin duda, es mejor que se establezca una buena y fluida relación entre las personas que han de facilitar la información contable y los propios auditores, pues con ello se favorece la información y el conocimiento de la entidad. Por ello, es necesario incorporar a nuestro Ordenamiento la exigencia, y no la simple conveniencia, de crear Comisiones de Auditoría en los actuales Consejos de Administración y, mejor aún, acoger el sistema dualista como forma de organizar la administración de las sociedades cotizadas. Sin embargo, también debe señalarse que, si existe la intención de ocultar algún aspecto de la contabilidad de la entidad auditada, aun cuando la relación fuera cordial y fluida, la información se reservaría de igual manera y, de igual manera, se dificultaría el trabajo del auditor.

En consecuencia, el Ordenamiento Jurídico, en caso de conflicto, debe decantarse por preservar la independencia del auditor frente a otros aspectos, aun cuando éstos puedan ser positivos para que el auditor desarrolle su actividad.

(32) Todo ello sin perjuicio de que pudieran entablarse las correspondientes acciones de responsabilidad de los administradores por haber causado daño a ésta, con arreglo a los artículos 134 y 135 de la LSA.

En cualquier caso, debe destacarse que, en las grandes sociedades, donde los administradores controlan la Junta General, habrá de establecerse un sistema eficaz para evitar que los auditores se vean presionados, directa o indirectamente, por aquéllos para cambiar o modificar el sentido de la opinión volcada en su informe de auditoría. Al respecto, pueden proponerse las mismas medidas que se han señalado al tratar el nombramiento del auditor y, en particular, con respecto a la revocación, quizá haya de arbitrarse un sistema que exija probar la existencia de justa causa antes de revocar al auditor de su “cargo”. En este sentido, el propio artículo 206 de la LSA establece que la solicitud para revocar al auditor designado por el Registrador Mercantil debe dirigirse al Juez, que habrá de determinar si concurre una justa causa. Sin embargo, para el caso del auditor nombrado por la Junta General, podría proponerse la intervención de alguna instancia más ágil y rápida que el Juez como, por ejemplo, el ICAC que, como institución experta en la auditoría, podría arbitrar un sistema y crear una comisión, o algo similar, especializada en la materia.

4. La rotación del auditor

Una de las medidas propuestas para procurar la independencia del auditor es la rotación de los auditores de una sociedad⁽³³⁾. La rotación constituye una medida de salvaguarda de la independencia del auditor, que se fundamenta en evitar un exceso de familiaridad y confianza, entre el auditor y los administradores de la entidad auditada, como consecuencia de un trato demasiado prolongado.

La rotación puede plantearse respecto al auditor nombrado por la Junta General (en la práctica de las sociedades de cierto tamaño y, en particular, de las sociedades cotizadas, una sociedad de auditoría) o respecto al socio de la sociedad auditadora, responsable de la auditoría de una sociedad concreta.

La vieja redacción del párrafo 4 del artículo 8 de la LAC, cuyo texto es idéntico al párrafo 1 del artículo 204 de la Ley de Sociedades Anónimas, esta-

(33) Sobre la rotación ver PETIT LAVALL, M.^a V., *Régimen Jurídico de la Auditoría de cuentas anuales*, pp. 279 y ss.; IDEM, “La supresión de la regla de la rotación obligatoria en el nombramiento de auditores de cuentas por la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada”, *Revista General de Derecho*, n.º 609, 1995, pp. 6903-6911; GALÁN CORONA, E., “Las cuentas anuales y su verificación. Aspectos Jurídicos”, en VV.AA., *El nuevo Derecho de Sociedades de Capital*, dirigido por Quintana Carlo, Zaragoza, 1989, pp. 283 y ss.; PACHECO CAÑETE, M., *Régimen Legal de la auditoría de Cuentas y responsabilidad de los auditores*, Madrid, 2000; ARRUÑADA, B./PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., *Consecuencias económicas de la rotación del auditor de cuentas*. Seminario de Economía de la Empresa, Universidad Pompeu Fabra, 30 de marzo de 1995.

blecía la rotación del auditor de la sociedad o entidad obligada a auditar. Los citados preceptos establecían que el auditor había de ser nombrado por un período mínimo de tres años y máximo de nueve, al término del cual se abría un período de tres años en el cual el auditor no podía ser reelegido. Es decir, se establecía un período de incompatibilidad para la entidad auditora respecto de la entidad que venía auditando, que exigía el nombramiento de un nuevo auditor.

La primera redacción de los preceptos citados en el párrafo anterior fue muy contestada por la profesión auditora, alegando los argumentos que hoy se siguen esgrimiendo y a los que nos referiremos en líneas posteriores. Los auditores lograron la modificación de los artículos 8.4 de la LAC y 204.1 de la LSA, a través de las Disposiciones adicionales sexta y segunda de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, respectivamente, que eliminaron la obligatoriedad del cambio o rotación de los auditores en nuestro Ordenamiento.

Con ello se produce una gran incongruencia en el seno del citado artículo 8 de la LAC que, dedicado a la independencia, alberga un párrafo 4, cuya nueva redacción ya nada tiene que ver con las incompatibilidades y la independencia del auditor. En efecto, se suprimió lo referente a la rotación y se incluyó una nueva frase que se ha mantenido hasta la fecha, que establece la reelección anual del auditor. Así, como ya se ha señalado en otras ocasiones ⁽³⁴⁾, no sólo se eliminó el sistema de rotación previsto en nuestra Ley, sino que se dejó carente de sentido lo dispuesto en el artículo 204, párrafo 3 de la LSA, que establece la irrevocabilidad del cargo de auditor salvo que medie justa causa, cuestión que ya ha sido tratada en el presente comentario.

La rotación del auditor se vuelve a proponer como una medida para procurar su independencia. No obstante, parece que la tendencia de la Unión Europea es establecer la rotación de los socios auditores de la firma de auditoría, entendiendo que no es necesaria la rotación de la propia sociedad de auditoría.

Al respecto, debe señalarse que la Comisión de la Unión Europea ha recomendado la rotación de los socios de la entidad auditora, porque entiende que la rotación del auditor, prevista en el Ordenamiento italiano, no ha producido los

(34) Ver PETIT LAVALL, M.^a V., “La supresión de la regla de la rotación obligatoria en el nombramiento de auditores de cuentas por la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada”, *Revista General de Derecho*, n.º 609, 1995, pp. 6903-6911; AMESTI MENDIZÁBAL, C., “Modificaciones introducidas por la Ley 2/1995 de 23 de marzo de Sociedades de Responsabilidad Limitada en materia de auditoría”, *RDBB*, 59, 1995, pp. 785-787.

resultados apetecidos⁽³⁵⁾. Los auditores habían realizado algunas alegaciones a las que se hará referencia en líneas posteriores, y que anticipamos, tales como que la rotación supondría la pérdida de interés por la auditoría de la sociedad determinada cuyo plazo estuviera cerca de finalizar, así como por determinados sectores de actividad, la elevación de los precios por los servicios de auditoría, la pérdida de cuota de mercado, etc. Sin embargo, desde la perspectiva de la independencia del auditor, parece difícil esgrimir argumentos favorables a la rotación de los socios auditores que no puedan utilizarse a favor de la rotación de los auditores.

En este sentido, se había presentado una enmienda al Proyecto de Ley de Medidas de Reforma del Mercado Financiero en la que se proponía, de nuevo, el establecimiento de la rotación de los auditores. La citada enmienda exigía un período de incompatibilidad de tres años para el auditor una vez terminado el plazo por el que hubiera sido nombrado; plazo que podía alcanzar hasta los doce años. Sin embargo, finalmente, se ha retirado la enmienda, adhiriéndose a la tendencia marcada en la Recomendación de la UE, y quedando limitada la rotación al socio auditor responsable y al equipo de trabajo que hubiera cumplido el plazo de 7 años, previsto por el documento comunitario. Con ello, puede decirse que las sociedades de auditoría han ganado la batalla, prevaleciendo su propuesta, sobre la realizada por las autoridades españolas que, en principio, se inclinaban por la posibilidad de establecer la rotación de la propia sociedad de auditoría, es decir, del auditor de la sociedad⁽³⁶⁾, al menos, en relación a las sociedades cotizadas.

En efecto, a la rotación se ha opuesto la profesión auditora señalando que esta medida resulta excesivamente gravosa para las sociedades auditadas y para las propias sociedades de auditoría. Al respecto, los auditores han señalado que la rotación del auditor presenta dos graves inconvenientes. Por una parte, que el cambio de auditor supondrá el encarecimiento de la auditoría de las sociedades que estuvieran obligadas a auditar y, en segundo lugar, que la rotación provocará desinterés en los auditores por profundizar en la problemática de la auditoría de las sociedades auditadas y en el conocimiento de los sectores regulados con normativas especiales, al conocer que, en un plazo previamente establecido,

(35) Se ha señalado que la rotación del auditor establecida en Italia había puesto de manifiesto varios peligros como la posibilidad de fuga de socios entre firmas o el reparto de mercado entre las grandes (*Expansión*, 30 de mayo de 2002). Sin embargo, la rotación de los socios responsables no puede asegurar que las grandes firmas no sigan repartiéndose el mercado con otras firmas no tan grandes con las que guardan buenas relaciones, mientras que es fácil evitar el riesgo de la fuga, pues podría establecerse la rotación de la sociedad de auditoría y del socio auditor aunque éste cambiara de sociedad.

(36) Al respecto, ver *Expansión*, 30 de mayo de 2002.

habrán de abandonar la auditoría de la sociedad auditada e, incluso, el sector al que pertenezca.

Al respecto, debe señalarse que los argumentos no son suficientemente determinantes como para descartar la rotación del auditor de los Ordenamientos de los países miembros y del nuestro propio. Los argumentos alegados por la profesión auditora son del mismo tenor que los que emplearon cuando defendían la bonanza de las prestaciones multidisciplinarias⁽³⁷⁾. El hecho de que se establezca la rotación no significa que todos los períodos por los cuales hubieran sido nombrados como auditores de distintas entidades a auditar hayan de finalizar al mismo tiempo. Del mismo modo, la rotación no tiene porqué suponer el abandono de un sector determinado. También se ha dicho que los errores de los auditores se producen, con más frecuencia, en los primeros años en los que se audita una sociedad en particular. Al respecto habría de preguntarse, también, si los casos más graves de responsabilidad del auditor se han producido en los primeros años en los que el auditor audita a una sociedad en particular o cuando ya ha transcurrido un período de tiempo relativamente largo, desde que fue designado el auditor de la sociedad.

La rotación del socio encargado de realizar la auditoría, sin que se produzca la rotación de la sociedad de auditoría, exigiría cuando menos la necesidad de que el auditor fuera siempre nombrado por períodos de varios años dentro de los límites que, legalmente, se establezcan. Sin embargo, en ningún caso debería permitirse la posibilidad de que el nombramiento de los auditores pueda producirse mediante la prórroga anual, tal y como se establece en nuestra actual LAC, pues ello, como ya se ha señalado en líneas anteriores, provoca la posibilidad de que el auditor pueda ser destituido también anualmente, lo que sin duda no favorece la independencia del auditor, que tratará de mantener al cliente indefinidamente.

Por otra parte, debe señalarse que el papel del auditor no tiene la misma trascendencia cuando audita sociedades cotizadas o cuando audita sociedades de menor entidad, ni se ve sometido a las mismas presiones en un tipo u otro de sociedad. Por ello, la rotación del auditor no tiene porqué establecerse para todas las sociedades obligadas a auditar sus cuentas.

En este sentido, una de las enmiendas propuestas al Proyecto de Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero distinguía entre sociedades cotizadas, sociedades supervisadas y el resto de las sociedades que no pertenecieran a uno de estos dos grupos. Con respecto a las sociedades cotizadas, se proponía la

(37) En efecto, los auditores alegaban a favor de la prestación de otros servicios que nadie conoce mejor a la entidad auditada que el propio auditor y, en consecuencia, la misma entidad auditora es el profesional que mejor puede prestar otros servicios.

rotación del auditor, es decir, el cambio de auditor ya sea persona física o persona jurídica. En el caso de las sociedades sometidas a regímenes de supervisión, deberían cambiar al auditor-persona física (socio de la firma de auditoría), que venía realizando la auditoría, así como al equipo de personas con las que realizaba el trabajo de auditoría. Los auditores de las demás sociedades no estarían obligados a rotar.

La distinción se fundamentaba en el distinto grado de trascendencia que, en opinión del Grupo Popular que presentaba la enmienda, tenía la auditoría de los distintos tipos de sociedades.

Sin embargo, finalmente, se retiró la enmienda de referencia, descartándose la rotación del auditor-sociedad de auditoría. En efecto, el proyecto de Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero ha acogido lo previsto en la Recomendación de la Comisión Europea, decantándose por la rotación del socio cada siete años en las sociedades cotizadas, en las entidades sometidas a regímenes de supervisión, y en las sociedades que facturen más de treinta millones de pesetas ⁽³⁸⁾.

Para terminar, sólo señalar que los auditores han hecho llegar a la opinión pública las dificultades que presenta la rotación de los socios encargados de la auditoría de determinados tipos de sociedades en particular, haciendo referencia, entre otras cosas, a la necesidad de preparar varios equipos en determinados sectores ⁽³⁹⁾. Al respecto, sólo cabe preguntarse si los argumentos alegados por la profesión auditora, para oponerse a la rotación del auditor, no resultan, con alguna variación, también aplicables a la rotación de los socios responsables.

En cualquier caso, habrá que confiar en que la medida de exigir la rotación del socio responsable de la auditoría produzca los resultados deseados y sirva como salvaguarda de la independencia del auditor, junto a otras medidas que, entre todos los interesados, habrán de proponerse y valorarse, para alcanzar el mayor grado de independencia posible, aspecto esencial para que la auditoría cumpla con la función que el Ordenamiento le tiene reservada.

(38) Ver *Expansión*, 30 de mayo de 2002.

(39) Ver *Expansión*, 6 de junio de 2002.

EL ÁMBITO OBJETIVO DEL MERCADO DE VALORES: DELIMITACIÓN DEL CONCEPTO “VALOR NEGOCIABLE” TRAS LA INTRODUCCIÓN DEL CONCEPTO “INSTRUMENTO FINANCIERO” Y APROXIMACIÓN A ESTE ÚLTIMO

NIEVES LÓPEZ SANTANA

*Doctora en Derecho.
Profesora Ayudante de la Universidad de Sevilla*

SUMARIO

- I. CONSIDERACIONES INTRODUCTORIAS. LA AMPLIACIÓN DEL ÁMBITO OBJETIVO DEL MERCADO DE VALORES.
- II. DELIMITACIÓN DEL CONCEPTO “VALOR NEGOCIABLE”.
 - 1. Examen de las características de “negociabilidad” y “agrupación en emisiones”.**
 - A) Consideraciones generales.
 - B) Negociabilidad.
 - C) Agrupación en emisiones.

2. Valor negociable/valor mobiliario.

- A) Consideraciones introductorias.
- B) La controvertida naturaleza jurídica de los instrumentos tradicionalmente calificados como efectos de comercio cuando son emitidos para cumplir funciones propias de los valores mobiliarios.
- C) Las diferencias entre los conceptos “valor mobiliario” y “valor negociable” en lo referente a su conexión respecto de una determinada forma de representación.
- D) La conexión entre los conceptos “valor mobiliario” y “valor negociable”. Inexistencia de valores mobiliarios no negociables.

3. Consideraciones finales. Definición de valores negociables.

III. APROXIMACIÓN AL CONCEPTO DE INSTRUMENTO FINANCIERO.

1. Fundamentos de la introducción del concepto “instrumento financiero”.

- A) La crisis del concepto “valor negociable”. La necesidad de someter los futuros y opciones a la LMV.
- B) La transposición de la Directiva sobre Servicios de Inversión en el ámbito de los valores negociables (DSI).

2. Delimitación legal de los “instrumentos financieros”. Valoración crítica y conclusión.

I. CONSIDERACIONES INTRODUCTORIAS. LA AMPLIACIÓN DEL ÁMBITO OBJETIVO DEL MERCADO DE VALORES

El ámbito objetivo del mercado de valores, a los efectos de la aplicación de su normativa reguladora, bajo la vigencia de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores⁽¹⁾ en su redacción originaria quedaba circunscrito a los valores negociables (*vid.* artículo 2 de la LMV en su primitiva redacción)⁽²⁾. Actualmente, tras la reforma operada por la Ley 37/1998, de 16 de noviem-

(1) BOE n.º 181, de 29 de julio; corrección de errores en BOE n.º 122, de 23 de mayo de 1989 y en el n.º 185, de 4 de agosto. En adelante LMV.

(2) Al menos era clara la finalidad delimitadora del ámbito objetivo de la LMV con la que introdujo dicho concepto. Así se desprendía de los propios términos utilizados por el legislador, cuando, concretamente en el número II *ab initio* de la Exposición de Motivos, indicó que “La Ley reposa sobre el concepto de valor negociable agrupado en emisiones”.

bre⁽³⁾, junto con el concepto de valor negociable, en el artículo 2 de la LMV, se ha introducido el de instrumento financiero. En concreto, al referido artículo 2 de la LMV le han sido añadidos 2 párrafos en los que se establece que, además de los valores negociables agrupados en emisiones, el ámbito del mercado de valores también abarcará “...los siguientes instrumentos financieros: a) Los contratos de cualquier tipo que sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no; b) Los contratos financieros a plazo, los contratos financieros de opción y los contratos de permuta financiera, siempre que sus objetos sean valores negociables, índices, divisas, tipos de interés o cualquier otro tipo de subyacente de naturaleza financiera, con independencia de la forma en que se liquiden y aunque no sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no; c) Los contratos u operaciones sobre instrumentos no contemplados en las letras anteriores, siempre que sean susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o no, y aunque su subyacente sea no financiero, comprendiendo, a tal efecto, entre otros, las mercancías, las materias primas y cualquier otro bien fungible”. Añadiéndose, concretamente en el párrafo 3.º del citado artículo 2 de la LMV, que “a los instrumentos financieros, les serán de aplicación, con las adaptaciones precisas, las reglas previstas en esta Ley para los valores negociables”. De esta forma, en la tarea de delimitar, desde el punto de vista objetivo, el ámbito de aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores se abre un nuevo interrogante, el relativo a la concreción del concepto de instrumento financiero, pero, junto a ello, surge igualmente la necesidad de replantearse el de valor negociable⁽⁴⁾. Evidentemente, si el concepto de valor negociable se introdujo como elemento delimitador del ámbito objetivo del mercado de valores, necesariamente debía concebirse con la suficiente flexibilidad como para poder abarcar los nuevos instrumentos o las variantes que fueran experimentando los objetos tradicionalmente negociados en nuestros mercados mobiliarios. Con la ampliación expresa del ámbito objetivo de la LMV a “instrumentos financieros” distintos de los “valores negociables”, la flexibilidad y amplitud que debían presidir la concreción de dicho concepto, lógicamente, habrán disminuido. De esta forma, la introducción del concepto “instrumento financiero”, además de suponer una ampliación del ámbito de la LMV y su normativa de desarrollo, cuyo alcance requiere concretar qué figuras han de entenderse incluidas en él, ha contribuido, sin duda, a perfilar los contornos del de valor negociable, haciendo así posible que, por fin hoy, podamos encontrar una definición de valor negociable coherente en todos sus extremos con los escasos pronunciamientos que al respecto fueron vertidos desde la Ley.

(3) BOE n.º 275, de 17 de noviembre de 1998.

(4) En este sentido, por todos, vid. SALINAS ADELANTADO, C., “El concepto de valor negociable”, *RDBB*, n.º 63, 1996, pp. 609 a 648, especialmente pp. 628 y 629.

II. DELIMITACIÓN DEL CONCEPTO “VALOR NEGOCIABLE”

1. Examen de las características de “negociabilidad” y “agrupación en emisiones”

A) Consideraciones generales

La denominación “valores negociables” fue introducida en nuestro Ordenamiento por la Ley 24/1988, de 28 de julio⁽⁵⁾. De lo establecido en dicha norma se desprendía que la finalidad con la que la citada expresión había sido introducida no era otra que la de delimitar el ámbito objetivo del mercado de valores a los efectos de la aplicación de su normativa reguladora (*vid.* número II *ab initio* de la Exposición de Motivos y artículo 2 de la Ley 24/1988 en su redacción originaria). Sin embargo, pese a la importante función que le fue atribuida a la nueva expresión de valor negociable por la propia LMV, ésta no se detuvo en precisar su contenido, por considerar que se trataba de “*un concepto difícil de definir de forma escueta en el articulado de un texto legal*” (cfr. n.º 2 *ab initio* de la LMV). La Ley 24/1988 se limitó a apuntar —igualmente en el número 2 de su Exposición de Motivos— los caracteres que debían considerarse definitorios de la pretendida nueva categoría por ella introducida⁽⁶⁾, indicando al respecto las notas de “negociabilidad” y “agrupación en emisiones”.

(5) Encontramos autores que, sin embargo, matizan esta afirmación indicando que la expresión “valor negociable” ya había sido utilizada, aunque escasamente, en nuestro Ordenamiento con anterioridad a la promulgación de la LMV. Como prueba de ello es citado con frecuencia por los referidos autores el artículo 67 del C. de c., destacando que dicho precepto declaraba que podían incluirse en las cotizaciones oficiales de las bolsas los valores “*declarados negociables*”. En el sentido indicado, entre otros, *vid.*, SÁNCHEZ CALERO, F., “Comentario al artículo 2 del Real Decreto 291/1992”, AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores* (dir. Fernando Sánchez Calero), Madrid, 1995, pp. 25 a 57, especialmente p. 35; ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho del mercado financiero*, Madrid, 1997, p. 131 y MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEYAS, A., *Valores Mobiliarios anotados en Cuenta. Concepto, Naturaleza y Régimen Jurídico*, Pamplona, 1997, pp. 118 y 119.

(6) De la propia Exposición de Motivos de la LMV de 1988 se desprende que dicha norma concibió a los valores negociables como una nueva realidad. Que luego realmente llegasen a constituir una verdadera novedad respecto a categorías más tradicionales como la de los valores mobiliarios no fue algo compartido por toda la doctrina (al respecto *vid. infra* apartado II.2). Sin embargo, es claro que esa era la intención del legislador de entonces y así es destacado, entre otros, por ABELLA AMIGO, S., “Ocho artículos del Real Decreto sobre emisiones. Comentario breve”, CDC, n.º 15, 1994, pp. 65 a 105, especialmente p. 71.

La falta de una definición legal de la noción “valor negociable”, a la que se acaba de hacer referencia, unida a la vocación delimitadora del ámbito objetivo de aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores, con la que dicho concepto fue introducido, derivaron en la existencia de no pocos esfuerzos doctrinales encaminados a delimitar la realidad acotada bajo la referida expresión. No obstante, la tarea de definir y concretar qué ha de entenderse por valor negociable no resulta fácil, no faltando incluso opiniones que niegan la posibilidad de llegar a un concepto único, válido para todo el Derecho del mercado de valores⁽⁷⁾.

El punto de partida en esta búsqueda de contenido a la expresión “valor negociable” puede encontrarse en la determinación del significado de sus características definitorias: “negociabilidad” y “agrupación en emisiones”. De hecho, fueron los únicos parámetros que, junto con la desconexión respecto de una determinada forma de representación, la Ley 24/1988 indicó como delimitadores de los valores negociables. Sin embargo, tampoco las indicadas notas de negociabilidad y agrupación en emisiones fueron definidas directamente por la LMV, por considerar que su precisión, indefectiblemente, implicaría descender a un casuismo impropio de una norma de rango legal y, así, única-

(7) En este sentido destaca RECALDE CASTELLS, A., “Los valores negociables”, AA.VV., *Derecho del Mercado Financiero. Entidades del Mercado Financiero (control público y crisis). Mercados y valores* (dir. Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez-Simancas y Fuentes), I-2, Madrid, 1994, pp. 265 a 310, especialmente pp. 273, 274 y 276. El citado autor sostiene la inexistencia de un concepto único de valor negociable, y la imposibilidad de llegar a él, por ser distinta la finalidad perseguida en cada uno de los ámbitos normativos reguladores del conjunto del mercado de valores. Así, para Recalde, el sentido de la expresión “valor negociable” diferirá según nos encontremos en el contexto del mercado primario —donde lo que fundamentalmente se persigue es la protección del inversor posibilitándole que pueda adoptar su decisión de inversión sobre la base de una información suficiente—, de los mercados secundarios —en los que la preocupación latente es ante todo garantizar la *marketability*—, o en la regulación aplicable a las tomas de control en el marco de una OPA —donde el concepto “valor negociable” se definirá por atribuir o poder atribuir en el futuro el derecho de voto en una corporación—. Tras la reforma introducida en la LMV por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre y, con ello, tras la introducción del concepto “instrumento financiero” como igualmente delimitador, junto con el de valor negociable, de la normativa reguladora del mercado de valores, RECALDE CASTELLS ha publicado un artículo con idéntico nombre al indicado anteriormente, en AA.VV., *Instituciones del Mercado Financiero* (dir. Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez Simancas), V, *Reforma de 1998. Sociedades cotizadas*, Madrid, 1999, pp. 2.523 a 2.591, especialmente pp. 2.542 y ss., en el que, con las mismas argumentaciones expuestas, sigue manteniendo la referida imposibilidad de defender un concepto único de valor negociable. En la misma línea, entre otros, GONZÁLEZ CASTILLA, F., *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, Valencia, 1999, pp. 217 a 219 y 227 y 228, considera que el intento de buscar un concepto unitario de valor negociable descuida el carácter discontinuo inherente al Derecho del mercado de valores.

mente, en su Exposición de Motivos, dejó trazadas ciertas “pinceladas” aclaratorias del objetivo con el que cada una de las referidas características habían sido introducidas como definitorias de los valores negociables (*vid.* n.º 2 de la Exposición de Motivos de la LMV), que pueden servir como punto de partida para desentrañar su significado.

B) Negociabilidad

En cuanto a la característica de la negociabilidad, la exposición de motivos de la Ley 24/1988 se limitó a señalar que *“con tal expresión se ha querido hacer referencia a algo más amplio que la mera transmisibilidad, propia de prácticamente todos los derechos, y que deberá definirse en términos de un mercado que, aunque sea de proporciones reducidas, se caracterice por el predominio de los términos económicos en que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes”* (cfr. n.º 2 de la exposición de motivos de la Ley 24/1988). Por su parte, el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores ⁽⁸⁾, en su artículo 2, tras realizar una enumeración, no exhaustiva, de los instrumentos que han de considerarse “valores negociables”, establece una cláusula de cierre, concretamente en la letra f), de la que puede deducirse que la negociabilidad implica ser *“susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera”*.

No obstante, ni lo indicado por la LMV, ni lo dispuesto al respecto por el Real Decreto sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores resulta suficiente para precisar el alcance de la nota de negociabilidad ⁽⁹⁾. Parece claro

(8) BOE n.º 80, de 2 de abril de 1992.

(9) Ello ha motivado que, entre la doctrina, sean numerosas las reflexiones realizadas en torno a la concreción de la referida característica. Al respecto, por todos, *vid.*: DÍAZ MORENO, A., “La prenda en anotaciones en cuenta”, *RCDI*, n.º 603, 1991, pp. 355 a 441, especialmente p. 360; ALONSO ESPINOSA, F. J., “Intereses del inversor y Derecho del mercado de valores”, *RDM*, n.º 208, 1993, pp. 415 a 469, especialmente, pp. 435 y ss., y *El mercado primario de valores. Un estudio en torno al RD 291/1992, de 27 de marzo*, Barcelona, 1994, pp. 164 y ss.; ABELLA AMIGO, S., *op. cit.*, p. 72; DOMINGO GONZÁLEZ, V., “El concepto valor en la ley de Reforma del mercado de valores. Ámbito de aplicación de la misma”, en AA.VV., *Contratos sobre acciones* (dir. Francisco Gil del Moral, Gerardo Moreu Serrano y Alfonso Pascual de Miguel), Madrid, 1994, pp. 5 a 23, especialmente pp. 8 y 9; ESPINA, D., *Las anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*, Madrid, 1995, pp. 200 a 206; SÁNCHEZ CALERO, F., *op. cit.*, p. 44; SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, pp. 630 a 633; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEYAS, A., *op. cit.*, pp. 127 a 129; ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *op. cit.*, p. 132; DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, Madrid, 1998, pp. 173 a 176, y GONZÁLEZ CASTILLA, F., *op. cit.*, pp. 208 a 214.

que la negociabilidad está directamente conectada con la aptitud de los valores para ser admitidos a cotización en un mercado financiero; ahora bien, no se precisa si ha de tratarse de un mercado secundario oficial o no, ni si la cotización del valor en cuestión ha de ser una circunstancia que deba constatarse para que dicho valor pase a merecer la calificación de negociable o si por el contrario puede quedarse en una mera potencialidad. Además, en cuanto a la exigencia del “predominio de los términos económicos en que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes”, se plantea la cuestión de si ha de traducirse en el absoluto anonimato de los sujetos intervinientes en las distintas operaciones, sobre todo porque el Real Decreto sobre emisiones hace referencia a la susceptibilidad de constituir objeto de “tráfico generalizado e **impersonal**”⁽¹⁰⁾.

Todas las cuestiones indicadas se encuentran conectadas entre sí. En primer lugar, en cuanto a la cuestión de la delimitación del mercado financiero que ha de servir de referencia para el cumplimiento de la negociabilidad, SALINAS ADELANTADO enumera la existencia de tres posibilidades distintas: en su acepción más estricta, la expresión “mercado de índole financiera” se circunscribiría a los mercados secundarios oficiales; en una acepción amplia, dicha expresión incluiría también los mercados secundarios simplemente organizados y, por último, bajo una perspectiva que el referido autor califica de amplísima, haría referencia, tal y como parece establecerse en el Real Decreto 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, a cualquier mercado financiero⁽¹¹⁾. Pueden encontrarse argumentos tanto a favor como en contra de cada una de estas tres acepciones. De hecho, cualquiera de ellas podría servir para determinar el significado con el que el legislador introdujo la característica de negociabilidad como definitoria de los valores negociables. Ciertamente, dependiendo de la acepción escogida, la solución de las demás cuestiones planteadas en torno a la interpretación de la referida característica encontrarán una respuesta u otra, pero, en conjunto, podrán llegar a un mismo resultado. Además, hasta desentrañar el significado de la otra nota indicada desde la Ley como definitoria de los valores negociables —la agrupación en emisiones—, no es posible determinar, al menos de forma tajante, el resultado de esta primera cuestión, por cuanto que, tal y como se verá más adelante, ambas notas —“negociabilidad” y “agrupación en emisiones”— se encuentran íntimamente co-

(10) Sobre las cuestiones que se plantean en orden a la concreción de la nota de negociabilidad, por todos, vid. RAMOS GASCÓN, F. J., *Régimen jurídico de los valores*, Madrid, 1997, p. 102.

(11) Vid. SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, pp. 632.

nectadas⁽¹²⁾. Sin embargo, pese a ello, a efectos puramente metodológicos, nada obsta para comenzar dando una respuesta aproximada, al menos, a esta primera cuestión, acerca del tipo de mercado que habrá de ser tomado de referencia, con el objeto de ir construyendo sobre ella el resto de los interrogantes suscitados en torno a la negociabilidad, para que, contestados todos, mediante una visión de conjunto, sea posible entender su verdadero significado.

A simple vista, la literalidad de la expresión utilizada por el Real Decreto 291/1992, “*mercado de índole financiera*”, parece referirse a cualquier tipo de mercado. No obstante, con los datos con que contamos hasta el momento —sin haber analizado aún el significado de la “agrupación en emisiones”—, *a priori*, podría no entenderse la vinculación que ello crearía entre el valor en cuestión y el mercado de valores, pudiendo así objetarse que la señalada interpretación de la expresión “*mercado de índole financiera*” podría desvirtuar la finalidad delimitadora del ámbito de aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores, con la que el concepto “valor negociable” fue introducido⁽¹³⁾.

Por su parte, varias razones hacen que este momento no resulte el más adecuado para acoger la segunda de las acepciones descritas, que refiere la expresión “*mercado de índole financiera*” a los mercados secundarios simplemente organizados pero no oficiales. Tras la reforma operada por la Ley 37/1998, en la LMV se suprimió cualquier referencia a esta categoría de mercados⁽¹⁴⁾. Ello llevó a parte de la doctrina a sostener su desaparición⁽¹⁵⁾. No obstante, la recientísima Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero⁽¹⁶⁾ vuelve a referirse a ellos (*vid.* artículo 4); lo que ocurre es que no queda claro cuáles habrán de ser sus características definitorias y, sobre todo, cuáles serán las principales diferencias entre dichos mercados secundarios simple-

(12) *Vid. infra* apartado II.1.c).

(13) En un sentido análogo, por todos, *vid.* SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, p. 633.

(14) Ciertamente, el artículo 77 de la LMV, en su redacción originaria, era prácticamente el único que aludía a ellos. Tras la reforma del 98, dicho precepto pasó a regular el fondo de garantía de inversiones, sin que en ningún otro se mantuviese la referencia a este tipo de mercados (entre otros, *vid.* KICHNER, P. y SALINAS, C., *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Madrid, 1999, nota 54 del capítulo I y p. 84).

(15) *Ibidem.*

(16) BOCG, n.º 69-20, de 8 de noviembre de 2002.

mente organizados y los oficiales⁽¹⁷⁾. Siendo así, partir de que la expresión “*mercado de índole financiera*” hace referencia a los mercados secundarios organizados pero no oficiales podría llevar a una indeterminación del resto de los interrogantes suscitados en torno al significado de la negociabilidad, nada loable, si se tiene en cuenta que, precisamente, la utilidad de concretar el tipo de mercado al que alude la citada expresión se cifra en poder ir resolviendo las demás cuestiones planteadas para desentrañar las exigencias derivadas de la referida característica.

Sólo queda entonces la primera de las acepciones indicadas, en virtud de la cual los mercados que han de ser tomados de referencia para determinar la concurrencia de la negociabilidad se circunscriben a los mercados secundarios oficiales. Ciertamente, esta última interpretación que es posible hacer de la expresión “*mercado de índole financiera*” tampoco se encuentra exenta de cierta polémica. Fundamentalmente, se le podría objetar que en la lista de valores negociables relacionada en el artículo 2.1 del Real Decreto 291/1992 se incluyen instrumentos, como las participaciones en los fondos de inversión, que no resultan admisibles a cotización en ningún mercado secundario oficial⁽¹⁸⁾. Sin embargo, tampoco ello constituye un obstáculo insalvable para mantener la

(17) Tradicionalmente, bajo la Ley 24/1988, en su redacción originaria, la doctrina había considerado que los mercados secundarios simplemente organizados se caracterizaban por las amplias potestades autorreguladoras de sus operadores, siendo principalmente ellos los que los sustentaban y organizaban. De esta forma, la diferencia entre esta categoría de mercados y los oficiales la cifraban en el relevante papel desempeñado respecto de estos últimos mercados por la CNMV o el Banco de España —en relación con el mercado de Deuda Pública Anotada—, siendo dichos organismos oficiales los encargados de la supervisión y ordenación de su organización y funcionamiento (por todos, *vid.* SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La reforma del mercado de valores español: Algunas claves orientadoras”, *RDBB*, n.º 37, 1990, pp. 11 a 22, especialmente, p. 14; ALONSO ESPINOSA, F. J., *op. cit.*, pp. 427 y 428 y ABELLA SANTAMARÍA, J., *La ordenación del mercado de valores: un ordenamiento dinámico*, Madrid, 1995). Sin embargo, la apuntada diferencia entre los mercados secundarios oficiales y los simplemente organizados parece difuminarse con las indicaciones establecidas, respecto de estos últimos, en el artículo 4 de la citada Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. Dicho precepto modifica el apartado 4 del artículo 31 de la LMV, con el objeto de incluir una serie de requisitos que habrán de cumplir los mercados secundarios simplemente organizados, que van en la línea de dotar a la CNMV de amplias facultades de supervisión, tanto en su creación como en su funcionamiento y organización. En concreto, se establece la necesidad de obtener una previa autorización de la CNMV para su creación, que puede encontrarse subordinada además al cumplimiento de ciertas condiciones; la obligatoriedad de someter su funcionamiento a lo establecido en un concreto reglamento que, aunque será dictado *ad hoc* por la sociedad rectora del mercado en cuestión, igualmente requerirá la previa aprobación de la CNMV y, por último, el sometimiento de sus operadores al régimen de inspección y sanción previsto con carácter general en el Título VIII de la LMV.

(18) En este sentido, entre otros, *vid.* SALINAS, C., “El concepto...”, *cit.*, p. 633.

señalada conclusión. Aun cuando más adelante esta aparente contradicción se verá aclarada⁽¹⁹⁾, es posible adelantar que la enumeración de los instrumentos que han de considerarse “valores negociables” realizada por el artículo 2 del Real Decreto 291/1992, a lo sumo tendrá un valor meramente indicativo, no pudiendo considerarse, en ningún caso, de ámbito general. Así lo aclara de forma expresa el mismo precepto citado, al disponer que la enumeración de los valores negociables en él contenida se realiza “a los efectos del presente Real Decreto” (cfr. artículo 2 del Real Decreto 291/1992 *ab initio*), es decir, con la única finalidad de determinar cuáles son los instrumentos que han de cumplir con los requisitos de publicidad establecidos en dicha norma para poder ser objeto de emisión en el mercado primario⁽²⁰⁾. De esta forma, sin perjuicio de posteriores matizaciones⁽²¹⁾, *a priori*, la cuestión parece inclinarse en favor de la acepción más estricta de la expresión “mercado de índole financiera”, que hace referencia a los mercados secundarios oficiales. Además, tras la introducción del concepto “instrumento financiero” como igualmente delimitador del ámbito objetivo de aplicación de la LMV, pueden encontrarse incluso nuevos argumentos que avalan la mencionada interpretación. Como se verá más detenidamente, en la LMV, “valores negociables” e “instrumentos financieros” aluden a dos realidades, distintas, pero complementarias, por cuanto que, sumadas, copan la totalidad de prácticas, contratos, posiciones jurídicas o derechos que, por mantener alguna conexión con el mercado de valores, han de someterse a su normativa reguladora⁽²²⁾. En virtud de los términos utilizados por la Ley para determinar las características definitorias de los instrumentos financieros, se puede fácilmente observar que la circunstancia de que se encuentren admitidos a cotización oficial, o la susceptibilidad de que ello ocurra, no constituye en ningún caso el punto de conexión que determina su sometimiento a la normati-

(19) *Vid. infra* en el texto de este mismo apartado.

(20) En este sentido, entre otros, *vid.* CACHÓN BLANCO, J.E., «Análisis jurídico de los conceptos de “valor negociable” e “instrumento financiero”», *RDM*, n.º 221, 1996, pp. 773 a 832, especialmente p. 783; del mismo autor, “Análisis comparativo del concepto teórico doctrinal de valor negociable y del concepto reglamentario contenido en el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores”, *RDM*, n.º 222, 1996, pp. 1.201, a 1.249, especialmente p. 1.202, y RAMOS GASCÓN, F.J., *op. cit.*, p. 104. En contra, SÁNCHEZ CALERO, F., *op. cit.*, p. 29, considera errónea a la mención contenida inicialmente en el artículo 2 del Real Decreto sobre emisiones cuando afirma “a efectos del presente Real Decreto”, entendiendo que dicha norma se encarga de precisar el concepto de valor negociable a los efectos de delimitar uno de los datos esenciales que fijan el ámbito de aplicación de la LMV. En la misma línea del último autor citado, entre otros, *vid.* DE CARLOS BERTRÁN, L., *op. cit.*, *passim*.

(21) *Vid. infra* en el texto de este mismo apartado.

(22) *Vid. infra* apartado III, especialmente subapartados III.1.B) y III.2.

va reguladora del mercado de valores. Ciertamente, la negociabilidad en términos de mercado ni siquiera se erige en requisito imprescindible para que un determinado contrato o práctica merezca la calificación de instrumento financiero, y tenga así que quedar sometido a la LMV y su normativa de desarrollo; ahora bien, cuando el artículo 2.2 de la LMV alude a la negociabilidad en relación a los instrumentos financieros, en ningún caso la refiere a los mercados secundarios oficiales, aclarando expresamente que un determinado contrato merecerá la calificación de instrumento financiero cuando sea objeto, o simplemente sea susceptible, de negociación en un mercado secundario “*oficial o no*” [cfr. letras a) y c) del artículo 2.2 de la LMV], bastando además con la concurrencia de dicha circunstancia. De este modo, si, como ya ha sido destacado, “valores negociables” e “instrumentos financieros” aluden a dos realidades distintas, para que no exista colisión entre ambos conceptos parece adecuado partir de que la característica de negociabilidad que, en todo caso, ha de concurrir en un determinado derecho o posición jurídica para que merezca la calificación de valor negociable deba referirse a los mercados secundarios oficiales.

Con ello, a su vez, la segunda de las cuestiones planteadas en la delimitación de la negociabilidad parece igualmente quedar resuelta. Se trata de la necesidad de que el valor se encuentre efectivamente admitido a cotización en el referido mercado de índole financiera o a la mera potencialidad de que ello ocurra. Si se toma como mercados de referencia a los mercados secundarios oficiales, la exigencia de que el valor en cuestión se encuentre admitido a cotización en alguno de ellos para que merezca la consideración de negociable sólo podrá sostenerse en términos puramente potenciales ⁽²³⁾.

Esta segunda conclusión, teniendo en cuenta la función delimitadora del ámbito objetivo de aplicación de la LMV que le fue atribuida al concepto “valor negociable”, no admite ninguna duda. Los valores no admitidos a negociación en ningún mercado secundario oficial también pueden ser negociables, por cuanto que la propia LMV, en ocasiones, se refiere expresamente a ellos ⁽²⁴⁾. Además, en su artículo 5 *ab initio*, la LMV dispone que los valores negociables pueden representarse mediante títulos o mediante anotaciones en cuenta (cfr. artículo 5 *ab initio*), pese a que, en la actualidad, es requisito imprescindible que los valores adopten la representación tabular para que sean admitidos a

(23) En contra, como será puesto de manifiesto *infra*, en el texto de este mismo apartado, destacan, entre otros, ALONSO ESPINOSA, F. J., *El mercado primario de valores. Un estudio en torno al Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo*, Barcelona, 1994, p. 167.

(24) Como ejemplo paradigmático se puede citar el artículo 7 de la referida norma, que, en su párrafo 2.º, se encarga de regular el sistema de llevanza de los registros contables de los valores anotados cuando no se encuentran admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

cotización oficial⁽²⁵⁾. No es posible entender así que valores negociables sean sólo los cotizados oficialmente, pues, entonces, en contra de lo establecido en la Ley, los valores representados por títulos nunca merecerían dicha consideración. Por el contrario, admitir que la nota de negociabilidad implica la mera susceptibilidad de los valores para ser admitidos a cotización en un mercado secundario oficial encaja con la afirmación que hace la LMV de que los valores negociables pueden representarse, además de por anotaciones en cuenta, mediante títulos, por cuanto que la representación cartular es expresamente calificada como “*reversible*” (vid. artículo 5.3 de la LMV), siendo por ello los valores representados mediante títulos susceptibles de ser admitidos a cotización oficial, aun cuando *de facto* no puedan encontrarse cotizados oficialmente.

Con las conclusiones vertidas hasta el momento nos encontramos más cerca de la concreción de la negociabilidad. Parece exigir que el valor en cuestión sea susceptible de ser admitido a cotización en un mercado secundario oficial; sin embargo, resta por concretar lo más importante: ¿cuándo ha de entenderse que un determinado instrumento es susceptible de ser admitido a cotización en un mercado secundario oficial?; ¿de qué depende? En palabras de la ley, la negociabilidad “*hace referencia a algo más amplio que la mera transmisibilidad, propia de prácticamente todos los derechos*” (cfr n.º 2 de la Exposición de Motivos de la LMV); ¿se traduce esto, como parece aclarar el artículo 2.f) del Real Decreto 291/1992, en la posibilidad de constituir objeto de “*tráfico generalizado e impersonal*”? Algunos autores parece que así lo entienden, calificando, en consecuencia, de imprecisos los términos utilizados por el legislador en la Exposición de Motivos de la Ley 24/1988, por considerar que, en realidad, ha querido referirse a todo lo contrario, es decir, a que la negociabilidad implica, en lugar de *algo más amplio*, algo más estricto que la transmisibili-

(25) Ello, que en un primer momento fue una consecuencia sobrevenida, aunque permitida por la Ley 24/1988 (vid. artículo 5.4), del éxito alcanzado por las anotaciones en cuenta, actualmente, tras la reforma operada por la Ley 37/1998, ha pasado a tener reconocimiento legal. Así lo muestra el hecho de que con la entrada en vigor de la última norma citada se haya suprimido la letra b) del originario artículo 46 de la Ley 24/1988, en la que se establecía que no podrían negociarse en ningún mercado secundario organizado distinto de las Bolsas de Valores: “*b) los valores que estén representados por medio de títulos*”, manteniéndose, sin embargo, la anterior afirmación con la que comenzaba el originario artículo 5 de la LMV que, como sabemos, disponía, y dispone, que “*los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos*”. Puede entenderse así que la Ley 37/1998 se ha hecho eco de lo que años más tarde de la entrada en vigor de la originaria LMV se estableció en el artículo 29 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, disponiendo que “*la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta (...) será condición necesaria para su admisión a negociación en Bolsa*”.

dad⁽²⁶⁾. Sin embargo, esta interpretación sólo puede ser admitida si no es posible llegar a una conclusión que encaje en todos sus extremos con todas y cada una de las afirmaciones realizadas en la Ley. Si en la concreción de la negociabilidad se parte de las escasas pinceladas que al respecto se realizan en la LMV, y de ellas surgen los interrogantes apuntados, no parece que las respuestas más acertadas deban pasar por calificar de erróneas dichas afirmaciones.

La cuestión, a su vez, lleva a pronunciarse sobre la consideración como valores negociables de las acciones de las sociedades cerradas y de aquéllas cuya transmisibilidad se encuentra restringida. En efecto, negarles la consideración de valores negociables implica admitir que la negociabilidad es algo, en lugar de más amplio, más estricto que la mera transmisibilidad, por cuanto que, aun cuando dichas acciones puedan ser transmitidas, no podrán serlo bajo el absoluto anonimato de los sujetos intervinientes en la operación, no pudiendo así constituir objeto de tráfico *impersonal*.

Esta última cuestión apuntada, acerca de la concurrencia de la negociabilidad respecto de las acciones de las sociedades cerradas y de aquéllas cuya libre transmisibilidad se encuentra restringida, es una de las más polémicas que al respecto se suscitan. Existen opiniones en todos los sentidos⁽²⁷⁾, pero ninguno de los argumentos aducidos para excluirlas de la categoría de valores negociables se muestra irrefutable.

(26) En este sentido, por todos, *vid.* RAMOS GASCÓN, F. J., *op. cit.*, p. 102, y en cierto modo también SÁNCHEZ CALERO, F., *op. cit.*, p. 44.

(27) En lo que se refiere a las acciones de las sociedades cerradas, en contra de su consideración como valores negociables, por todos, *vid.* FARRANDO MIGUEL, I., “El concepto de valor negociable y la aplicación en España de la cultura de la transparencia”, AA.VV., *Estudios en homenaje al profesor Aurelio Menéndez* (coord. Juan Luis Iglesias Prada), Madrid, 1996, pp. 1.197 a 1.236, especialmente pp. 1.216 y 1.217, y SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, p. 632. En sentido contrario, la concurrencia de la nota de negociabilidad en este tipo de acciones es defendida, entre otros, por DÍAZ MORENO, A., *op. cit.*, nota 6 y GONZÁLEZ CASTILLA, F., *op. cit.*, pp. 212 y 213. Por su parte, la consideración como valores negociables de las acciones con limitaciones a su libre transmisibilidad es negada por autores como ALONSO ESPINOSA, F. J., “Intereses del inversor...”, *cit.*, p. 438 y *El mercado primario...*, *cit.*, pp. 164 a 168; SÁNCHEZ CALERO, F., *op. cit.*, p. 44; DOMÍNGUEZ GARCÍA, M. A., “Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico”, AA.VV., *Estudios jurídicos en Homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, p. 1.644; FARRANDO MIGUEL, I., *op. cit.*, pp. 1.216 y 1.217 y SALINAS ADELANTADO, C., “El concepto...”, *cit.*, p. 632. En una postura intermedia podemos citar a DE CARLOS BERTRÁN, L., *op. cit.*, pp. 174 y 175. El referido autor, sobre la base de identificar la negociabilidad con la potencialidad de constituir objeto de tráfico generalizado e impersonal, distingue en función del origen legal o contractual de la limitación en cuestión. De esta forma, concluye que mientras que en los casos en los que las restricciones provengan de la Ley, las acciones sobre las que recaigan no podrán ser consideradas valores negociables —citando como ejemplo a las acciones de las Sociedades Rectoras de las Bolsas—, las restricciones estatutarias

Respecto del primer grupo de acciones, las pertenecientes a las sociedades cerradas, en ningún lugar se prohíbe que puedan cotizar en un mercado secundario oficial. Por el contrario, es innegable la susceptibilidad de estas acciones de encontrarse cotizadas oficialmente, pues, de hecho, en la práctica bursátil, existen sociedades cerradas cotizadas. Alguno de los autores que niegan la consideración como valores negociables de las mencionadas acciones hacen incluso referencia a ello, justificando sus conclusiones en la constatación de que dicha circunstancia se debe a “una corruptela motivada por razones fiscales”⁽²⁸⁾. Sin embargo, la mayor o menor legitimidad de los motivos por los que las acciones de una sociedad cerrada puedan encontrarse admitidas a cotización en un mercado secundario oficial no es algo que pueda condicionar su caracterización como valores negociables. Es insostenible pensar que algunas acciones cotizadas en bolsa y los negocios que sobre ellas puedan realizarse no van a regirse por lo dispuesto en la LMV y su normativa de desarrollo, y ésta es precisamente la consecuencia que se derivaría si consideráramos que las acciones de una sociedad cerrada, aun cuando admitidas a cotización bursátil, no son valores negociables, pues la finalidad con la que el concepto “valor negociable” se incluye en la LMV es precisamente la de delimitar su ámbito de aplicación (*vid.* artículo 2 de la LMV)⁽²⁹⁾.

a la libre transmisibilidad, por el contrario, no determinarían la pérdida de la condición de valor negociable de las acciones afectadas. Una postura favorable a la consideración como negociables de las acciones cuya libre circulación se encuentra restringida parece deducirse de las afirmaciones realizadas por DÍAZ MORENO, A., “La prenda...”, *cit.*, nota 6, cuando indica que las acciones son siempre valores negociables.

(28) Cfr. SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, nota 89.

(29) Uno de los principales objetivos que se persiguieron con la reforma que en el ámbito mobiliario produjo en su día la Ley 24/1988 fue el ofrecer una regulación suficiente del mercado de valores con la finalidad, entre otras, de proteger a los inversores y potenciar con ello la inversión mobiliaria (*vid. infra* apartado II.3). Al respecto, resulta bastante descriptiva la frase utilizada por FARRANDO MIGUEL, I., cuando afirma que el valor negociable es “el supraconcepto que permite ordenar en España la cultura de la transparencia” (cfr. *op. cit.*, p. 1.198), que, como el mismo autor aclara, es un sistema que basa la protección del inversor en el suministro de una adecuada información a fin de que pueda adoptar fundadamente sus propias decisiones. Podría pensarse entonces que es en cierta medida lógico que los titulares de las acciones de sociedades cerradas admitidas a cotización en bolsa no vean rodeada su inversión de garantías suficientes por buscar con ella una evasión de las normas fiscales. Sin embargo, ello sólo puede ser sostenido en un plano puramente teórico. En la práctica, la exclusión de las referidas acciones de la categoría de valores negociables supone la negación de un hecho evidente: la aplicación a las mismas de la LMV y su normativa de desarrollo. Además, la expresión “sociedad cerrada” no tiene un significado preciso, no encontrándose delimitada en ninguna norma. Coloquialmente suele usarse para designar a sociedades pequeñas, familiares, creadas con la intención de mantener el negocio constitutivo de su objeto social entre sus

En cuanto a las acciones con limitaciones a su libre transmisibilidad, los autores que niegan la concurrencia en ellas de la nota de negociabilidad, aun con distintos matices, se apoyan fundamentalmente en que la disposición adicional 1.4 del Real Decreto 291/1992 excluye de forma expresa la posibilidad de que sean admitidas a cotización en un mercado secundario oficial. Incluso, sobre la base de la citada disposición adicional, se encuentran posturas más radicales. En este sentido, destaca la opinión sostenida por Francisco José ALONSO ESPINOSA, que considera que las limitaciones a la circulación de las acciones excluyen en todo caso la concurrencia de la nota de negociabilidad en las acciones sobre las que recaigan, aun cuando no sean más que una consecuencia indirecta de lo establecido en la Ley, como ocurre en el caso de las acciones con dividendos pasivos. Para fundamentar su postura, el citado autor parte de una interpretación literal de la disposición adicional 1.4 del Real Decreto 291/1992, que dispone que “*los valores que vayan a ser objeto de admisión a negociación en un mercado secundario no podrán estar sujetos a ningún tipo de restricción a su libre transmisibilidad*”, esgrimiendo que al no hacer referencia expresa a **las limitaciones estatutarias a la libre transmisibilidad**, en la expresión utilizada por la indicada disposición adicional habrá de incluirse cualquier clase de limitación a la circulación de las acciones, aun cuando se trate de una limitación indirecta. De acuerdo con ello, para ALONSO ESPINOSA tampoco van a ser negociables las acciones que no hayan sido íntegramente desembolsadas en el momento de su suscripción, por considerar que la vinculación solidaria temporal que, respecto al pago de los dividendos pasivos, sufren suscriptor, transmitentes y sucesivos adquirentes (*vid.* artículo 46 de la LSA),

fundadores. Ello puede dar lugar a que en dichas sociedades se articulen mecanismos para evitar que cualquier tercero pueda sin más pasar a formar parte de las mismas, pero, en cualquier caso, sus acciones deben poder transmitirse. La libre circulación de la condición de socio es un principio básico de las sociedades anónimas, que, por tanto, se podrá limitar pero no excluir [*vid.* artículo 63.2 de la LSA (Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas —BOE n.º 310, de 27 de diciembre—)], y más si se trata de acciones que cotizan en bolsa, por cuanto que, entonces, sobre ellas, al menos formalmente, no puede recaer ninguna cláusula restrictiva de su transmisibilidad (*vid.* disposición adicional 1.4 del Real Decreto 291/1992). De esta forma, sostener la no aplicación de la normativa del mercado de valores respecto de las indicadas acciones sobre la base de no considerar a sus titulares merecedores de la protección que dicha normativa brinda a los inversores en general —que es a lo que se llega si no las consideramos valores negociables—, además de suponer la negación de un hecho, llevaría igualmente a la no aplicación de las normas mobiliarias respecto de los negocios que sobre ellas se realizaran, y con ello a la innecesaria e insostenible desprotección de los terceros que en dicho negocio intervinieran. En palabras de GONZÁLEZ CASILLA, F., *op. cit.*, pp. 212 y 213, excluir la consideración de valores negociables a las acciones de las sociedades familiares “supondría someter a los valores negociados *efectivamente* en un mercado a controles diversos en función de un nuevo nominalismo”.

indirectamente supone una restricción a la libre transmisibilidad de dichas acciones⁽³⁰⁾.

(30) Cfr. ALONSO ESPINOSA, F. J., *El mercado primario...*, cit., p. 166, nota 88, e “Intereses del inversor...”, cit., p. 436, nota 49. Sobre la consideración de que lo establecido en el artículo 46 de la LSA desemboca en una limitación indirecta de la circulación de las acciones no liberadas, vid., entre otros, IZQUIERDO, M., *Los mercados de valores de la CEE. (Derecho comunitario y adaptación al Derecho español)*, Madrid, 1992, p. 80. Ciertamente, es posible que la disposición adicional 1.4 del Real Decreto sobre emisiones no sólo se refiera a los supuestos en los que los valores tengan restringida su libre transmisibilidad de forma expresa, e incluya también aquéllos en los que exista una limitación indirecta, como puede entenderse la derivada de lo establecido en el artículo 46 de la LSA respecto de las acciones no liberadas. De hecho, un apoyo a esta interpretación se puede encontrar en la circunstancia de que, antes de la entrada en vigor del Real Decreto 291/1992, el actualmente derogado artículo 27.f) del Reglamento de Bolsas [Decreto 1506/1967, de 31 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de las Bolsas de Comercio (BOE n.º 168, de 15 de junio de 1967; corrección de errores en BOE n.º 191, de 11 de agosto)] solamente impedía la admisión a cotización oficial de valores con “*restricciones estatutarias*”, al exigir que se adjuntase a la documentación requerida al efecto un certificado indicativo de la inexistencia de “*restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de los títulos-valores o de sus derechos*” (en su día esto fue resaltado, entre otros, por SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La admisión de valores a cotización oficial”, *RDBB*, n.º 5, 1982, pp. 79 a 116, especialmente pp. 88 y ss., e IZQUIERDO, M., *op. cit.*, p. 80). De esta forma, parece coherente sostener que si ahora la disposición adicional 1.4 del Real Decreto 291/1992 se refiere a “*ningún tipo de restricción*” lo haga de forma consciente para efectivamente referirse, además de a las restricciones estatutarias, a cualquier clase de limitación a la circulación de los valores, directa o indirecta, entre las que podría entenderse incluida la que se deriva del régimen de responsabilidad solidaria al que el artículo 46 de la LSA somete a los intervinientes en la transmisión de las acciones sobre las que pesa la obligación de desembolsar dividendos pasivos. Precisamente, parece ser éste el argumento en el que se basa ALONSO ESPINOSA, F. J., *Mercado primario...*, cit., p. 166, para sostener la inclusión de las acciones no desembolsadas en la disposición adicional 1.4 del Real Decreto sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores. No obstante, también es posible encontrar argumentos en favor de una tesis contraria. Que el régimen establecido en el artículo 46 de la LSA pueda suponer un elemento disuasorio para la adquisición por terceras personas de las acciones afectadas no significa que necesariamente tenga que interpretarse como una limitación a la libre transmisibilidad de las acciones a las que se refiere. El esquema A.II.2 de la Directiva del Consejo 79/279/CEE, de 5 de marzo de 1979, relativa a la coordinación de las condiciones para la admisión de valores a cotización oficial en una Bolsa de Valores (DO L n.º 66/21, de 16 de marzo de 1979), exige como condición para la admisión de acciones que sean libremente negociables, previendo que se asimilen a ellas las que no hubiesen sido íntegramente liberadas, en el supuesto de que se hubiesen adoptado medidas para garantizar su libre negociabilidad y que se hubiese suministrado al público la información necesaria (cfr. IZQUIERDO, M., *op. cit.*, p. 79). Así, es posible interpretar que el régimen de responsabilidad establecido en el artículo 46 de la LSA, junto con la obligada publicidad del plazo de vencimiento de los dividendos pasivos (vid. artículo 42 de la LSA), supone una de estas medidas a las que se refiere la citada Directiva, en el sentido de entenderse como una alternativa a la restricción expresa de la circulación de las acciones no liberadas para garantizar el pago de los dividendos pasivos.

En cualquier caso, una cosa es la posible consideración del régimen del artículo 46 de la LSA como una limitación indirecta a la libre transmisibilidad de las acciones, y su consiguiente inclusión en la disposición adicional 1.4 del Real Decreto 291/1992, y otra distinta la consideración como negociables de las acciones sobre las que dichas restricciones recaigan. Todo dependerá de los términos potenciales o no en los que, a los efectos de la negociabilidad, se entienda exigible la circunstancia de que el valor se encuentre admitido a cotización oficial. Si se parte de que la concurrencia de la nota de negociabilidad implica que los valores en cuestión se encuentren *de facto* admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, concluir que el régimen del artículo 46 de la LSA supone una restricción a la transmisibilidad de las acciones no liberadas incluida, en la disposición adicional 1.4 del Real Decreto 291/1992, indefectiblemente conllevará excluir la consideración de valores negociables de estas acciones. Ésta es precisamente la postura de ALONSO ESPINOSA, para quien, desde la perspectiva del mercado secundario, no son valores negociables no sólo aquéllos no admisibles a negociación en un mercado secundario de valores por no reunir los requisitos exigidos al efecto, sino también “aquéllos cuya admisión a un mercado organizado no es solicitada aunque los valores reúnan las condiciones precisas”⁽³¹⁾. Ahora bien, pese a la coherencia de la opinión del citado autor, la premisa de la que parte —la identificación de la negociabilidad con el encontrarse los valores de hecho admitidos a negociación en un mercado secundario oficial— actualmente no parece sostenible. Como antes ha sido apuntado, dicha conclusión conllevaría que sólo los valores representados mediante anotaciones en cuenta puedan ser valores negociables, pues sólo los que adoptan la representación tabular pueden encontrarse cotizados oficialmente, y ello se contradice con lo expresamente establecido en el artículo 5 de la LMV, en el que se indica que “*los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta y por medio de títulos*”. De esta forma, si la afirmación contenida en este precepto, dado el carácter “reversible” de la representación cartular, lleva a sostener que la negociabilidad lo que implica es la mera susceptibilidad del valor para ser admitido a cotización oficial, tendrá que admitirse igualmente que las acciones cuya transmisibilidad se encuentra restringida por cualquier medio también son negociables, ya que las referidas restricciones (tanto si proceden de la Ley —artículos 62, 65 y, en su caso, 46 de la LSA—, como si tienen un origen meramente convencional —artículo 63 de la LSA—), o bien nacen abocadas a su casi inmediata desapari-

(31) Cfr. ALONSO ESPINOSA, F. J., *El mercado primario...*, cit., p. 167.

ción ⁽³²⁾, o bien pueden desaparecer con una simple modificación estatutaria ⁽³³⁾, desapareciendo con ello, a su vez, respecto de las acciones afectadas, la prohibición de cotizar oficialmente, contenida en la disposición adicional 1.4 del Real Decreto 291/1992.

(32) Éste es el caso de la prohibición de que se transmitan las acciones antes de la inscripción de la sociedad o de la escritura de aumento de capital, contenida en el artículo 62 de la LSA. La referida prohibición se basa en que sin inscripción la sociedad no adquiere personalidad jurídica y en el deseo de proteger al tráfico. Así, la inscripción de la sociedad y de su escritura de aumento de capital en el Registro Mercantil no es algo caprichoso, la sociedad está obligada a hacerlo (*vid.* artículos 7 y 162 de la LSA) y, de hecho, la propia LSA establece consecuencias gravosas para los socios que incumplen tales requisitos de publicidad que, en cierta forma, suponen un mecanismo de presión para su cumplimiento (*vid.* artículo 16 de la LSA, en lo que se refiere al incumplimiento de la inscripción de la sociedad). De ahí que sea obvia la vocación de provisionalidad con la que se concibe esta limitación legal a la libre transmisibilidad de las acciones. Del mismo modo, aun admitiendo que lo establecido en el artículo 46 de la LSA supone una limitación “indirecta” a la libre circulación de las acciones sobre las que pesa la obligación de desembolsar dividendos pasivos que, por lo dispuesto en la disposición adicional 1.4 del Real Decreto 291/1992, les impide cotizar oficialmente, es innegable el carácter temporal de dicha supuesta restricción. La posibilidad de desembolsar sólo parcialmente las acciones suscritas, permitida desde el artículo 12.2 de la LSA, tiene como única finalidad facilitar la suscripción íntegra del capital social en un tipo societario, como la sociedad anónima, en el que la cifra de capital no puede ser inferior a 10.000.000 de pesetas (*cfr.* artículo 4 de la LSA). A su vez, la suscripción íntegra del capital social viene impuesta en el párrafo 11 del mismo precepto que permite el desembolso parcial de las acciones en las que se divida —el artículo 12 de la LSA—, y se basa en la protección de uno de los principios sobre los que gira toda la regulación de la sociedad anónima: el de integración del capital social. Con la suscripción de las acciones nace la obligación de aportar patrimonio del socio para con la sociedad, que desde el punto de vista de ésta supone un crédito en su favor que permite integrar el capital social. Sin embargo, el referido principio de integración del capital social se vería vulnerado si dichos créditos se alargasen indefinidamente. De ahí que la regulación de las acciones parcialmente liberadas se centre en garantizar su total de desembolso (*vid.* artículos 42 a 46 de la LSA), estableciéndose las medidas oportunas para garantizar que, en ningún caso, la obligación de desembolsar los dividendos pueda adquirir carácter indefinido (*vid.* segundo inciso del artículo 45.2 de la LSA). Sobre el régimen jurídico de los dividendos pasivos, por todos, *vid.* LÓPEZ ORTEGA, R., *Los dividendos pasivos*, Madrid, 1998.

(33) Puede deducirse que es ésta precisamente la fundamentación en la que se basa DE CARLOS BERTRÁN, L., para afirmar de forma expresa que “las restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad no determinarían la pérdida de la condición de valor negociable de los sometidos a las mismas” (*cfr., op. cit.*, pp. 174 y 175). Para el citado autor, el hecho de que las restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de las acciones puedan desaparecer mediante una simple modificación de los estatutos sociales de la sociedad a la que pertenezcan, hace que las acciones afectadas por dichas restricciones puedan llegar a ser objeto de tráfico generalizado e impersonal, cumpliendo así con el requisito de negociabilidad, que para él sólo es exigible en términos puramente potenciales. A nuestro entender, ello es igualmente predicable de la otra limitación legal a la libre circulación de las acciones —la relativa a las acciones

En definitiva, las acciones cuya circulación se encuentre restringida cumplen con la nota de negociabilidad por cuanto que, al igual que las incorporadas a documentos, no pueden encontrarse admitidas a cotización oficial, pero sí son susceptibles de que ello finalmente suceda, concurriendo así en ellas el requisito de ser objeto de negociación en un mercado secundario oficial en los términos potenciales en los que, a los efectos de la característica de negociabilidad, parece exigible.

Con ello queda claro, a su vez, cuál ha de ser la respuesta del tercero y último de los interrogantes que podían plantearse en la concreción del significado de la negociabilidad: la cuestión de la necesidad de que el valor sea transmisible bajo el absoluto anonimato de los sujetos intervinientes en las distintas operaciones. Mantener la posible consideración de negociables de las acciones con cláusulas restrictivas de su transmisibilidad implica una respuesta negativa⁽³⁴⁾, que encaja por completo con los términos literales que utiliza el legislador al referirse al “*predominio de los términos económicos en que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes*” y con la calificación de la negociabilidad como “*algo **más amplio** que la mera transmisibilidad*”. Además, la circunstancia de que el artículo 2 del Real Decreto sobre emisiones, de forma expresa, se refiera al “*tráfico generalizado e **impersonal***” —que vimos que era algo que agudizaba el interrogante que ahora nos ocupa— no constituye un obstáculo para mantener esta interpretación, pues nunca puede existir colisión entre normas de distinto rango, y menos en este caso en el que, como ya ha sido puesto de manifiesto⁽³⁵⁾, es el propio precepto reglamentario citado el que de forma expresa establece que carece de alcance general.

Las acciones sobre las que exista una cláusula, legal o estatutaria, restrictiva de su libre transmisibilidad, en todo caso, van a ser transmisibles. En relación con las limitaciones de origen convencional están las llamadas restricciones estatutarias, así se establece imperativamente en la LSA, en la que, de forma expresa, se veta la posibilidad de que las referidas restricciones se traduz-

cuya titularidad lleva aparejada la obligación de realizar prestaciones accesorias—, que también mediante modificación estatutaria puede desaparecer: recordemos que, por un lado, la LSA condiciona la transmisión de las referidas acciones al otorgamiento de la previa autorización de la sociedad “*salvo disposición contraria en los estatutos*” (vid. artículo 65 de la LSA) y, por otro, que la propia obligación de realizar prestaciones accesorias también puede extinguirse mediante modificación estatutaria [vid. artículo 9.I) de la LSA], desapareciendo así la restricción a la libre circulación de las acciones a cuya titularidad la prestación en cuestión viniera aparejada.

(34) En contra, RAMOS GASCÓN, F. J., *op. cit.*, p. 102.

(35) Vid. *supra* en el texto de este mismo apartado.

can en una imposibilidad real de que las acciones sobre las que recaigan puedan circular (*vid.* artículo 63.2 de la LSA). Ello implicaría la consiguiente transgresión de uno de los principios básicos de las sociedades anónimas, como es el de la libre transmisibilidad de sus acciones, que puede considerarse incluso configurador de este tipo social, por derivar directamente de su carácter capitalista. En coherencia con ello, las limitaciones legales a la libre circulación de las acciones tampoco vetan por completo la transmisión de las acciones afectadas. En el supuesto de las acciones con prestaciones accesorias, la limitación consiste en la necesidad de obtener el previo consentimiento de la sociedad “*en la forma establecida en el artículo 63*” (cfr. artículo 65 *in fine* de la LSA). En dicho precepto, concretamente en su párrafo 3.º, la LSA también se encarga de garantizar que efectivamente la referida limitación no se traduzca en una prohibición y, así, por un lado, exige que los estatutos mencionen las causas que permitan denegar en cada caso la preceptiva autorización y, por otro, le otorga un valor positivo al silencio de la sociedad. Por último, respecto de la otra limitación legal a la libre circulación de las acciones, la relativa al supuesto en el que la sociedad o la escritura de aumento de capital no se encuentren aún inscritas, el hecho de que se configure como una prohibición precisamente es lo que indica que, en efecto, tal y como se expresa en la LMV, “*la negociabilidad es algo más amplio que la mera transmisibilidad*”: las acciones afectadas por dicha restricción, *de facto*, no pueden ser transmitidas, sin embargo, el carácter indefectiblemente temporal, antes apuntado, de la mencionada limitación, hace negociables a las acciones sobre las que recaiga, en cuanto susceptibles de ser admitidas a cotización en un mercado secundario oficial en los términos potenciales antes expuestos. Además, actualmente, tanto la doctrina como la jurisprudencia han matizado el tradicional rigor de esta limitación o prohibición de transmitir, sobre la base del tenor literal del precepto en el que se establece, el artículo 62 de la LSA, que se refiere de forma expresa a la “*entrega*” y “*transmisión*”. Así, se ha llegado a entender que los pactos y negocios realizados sobre las acciones afectadas por esta limitación van a ser válidos, aunque la transmisión no se va a producir hasta la inscripción en el Registro de la sociedad o del aumento de capital⁽³⁶⁾.

(36) La prohibición de transmitir acciones antes de la inscripción de la sociedad en el Registro Mercantil quedaba establecida igualmente en el artículo 14 de la LSA de 1951 (Ley de 17 de julio de 1951, de Régimen jurídico de las Sociedades Anónimas —BOE n.º 199 de 18 de julio—). Tradicionalmente había sido objeto de una interpretación radical, por parte tanto de la doctrina como de la Jurisprudencia, considerando nulas de pleno derecho las transmisiones que la transgredían. Sin embargo, el TS, a partir de la S. de 16 de julio de 1992 (RAJ 1992/6624), quebró por completo, de forma tajante, la línea jurisprudencial seguida hasta ese momento, dando lugar con ello a nuevos posicionamientos doctrinales sobre la cuestión apuntada. La importancia de la referida STS en la interpretación de la prohibición de transmitir acciones

Ahora bien, aun cuando, como ha quedado patente, las acciones sobre las que pesen restricciones a su libre transmisibilidad van a poder circular, la nominatividad que obligatoriamente ha de presidir su forma de representación (*vid.* artículo 52.1 de la LSA) impide que puedan transmitirse bajo el absoluto anonimato de los sujetos intervinientes. Según lo expuesto, ello no es obstáculo para considerarlas valores negociables. La LMV sólo se refiere a la posibilidad de ser negociadas en un mercado “*que, aunque sea de proporciones reducidas, se caracterice por el predominio de los términos económicos en los que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes*”, y esto sí es predicable de las acciones cuya circulación se encuentre restringida. Al poder circular, alrededor de ellas sí es posible la creación de un mercado que responda a los términos en los que lo define la Ley. Ciertamente, las referidas restricciones pueden ser muy variadas. Podría sostenerse entonces que sólo sobre algunas de las mencionadas acciones no libremente transmisibles podrá crearse un mercado de este tipo, en función de la concreta restricción que pesara sobre ellas. Sin embargo, esta conclusión se muestra insostenible, por cuanto que, además de la indudable inseguridad jurídica que crearía, implicaría la

antes de la inscripción de la sociedad o de la escritura de aumento de capital en el Registro Mercantil es destacada, entre otros, por CALVO ROJAS, M., “La transmisión de acciones y de participaciones sociales en las sociedades no inscritas”, AA.VV., *Contratos sobre acciones* (dir. Francisco Gil del Moral, Gerardo Moreu Serrano y Alfonso Pascual de Miguel), Madrid, 1994, pp. 381 a 406. Dicho autor, tras defender en su trabajo la interpretación tradicional antes apuntada (cfr. pp. 400 a 402), incluye una nota final en la que aclara que fue escrito antes de que se dictase la S. a la que estamos haciendo referencia (cfr. p. 406). En la citada resolución, el TS afirma que la prohibición de transmitir acciones mientras la sociedad no esté inscrita en el Registro Mercantil no imposibilita que “*previamente, en etapa presocial, se puedan concertar pactos de enajenación de acciones entre los accionistas y terceros*”. “*Así las cosas*” —continúa el TS— “*la venta (...) resulta eficaz y vinculante para los interesados directos en la misma, en cuanto presenta un convenio válido para la transmisión de los títulos...*”. “*Las Sociedades Anónimas, mientras no consten debidamente inscritas en el Registro Mercantil, efectivamente carecen de personalidad jurídica (...), y si bien, (...) los contratos concluidos en nombre de la sociedad, en este estado prerregistral, quedan subordinados a este requisito (...), no sucede lo mismo con los convenios que pueden realizar un socio con un tercero*”. Entre la doctrina actual, en este sentido, entre otros, podemos citar a MAGARIYOS BLANCO, V., “Transmisibilidad de las acciones antes de la inscripción de la sociedad anónima y del aumento de capital en el Registro Mercantil (II)”, RDP, 1994, pp. 203 a 222, *passim*. En contra, siguen manteniendo la nulidad de las transmisiones de las acciones realizadas antes de la inscripción de la sociedad en el Registro Mercantil, entre otros, PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., “La negociación de acciones antes de la inscripción de la Sociedad en el Registro Mercantil y antes de la impresión y entrega de los títulos”, en AA.VV., *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales* (dir. Guillermo J. Jiménez Sánchez), Madrid, 1992, pp. 243 a 259, especialmente pp. 246 a 252. No obstante, hemos de advertir que, en atención a la fecha del libro en el que se encuentra publicado el último trabajo mencionado, probablemente haya sido realizado antes de la promulgación de la STS a la que nos estamos refiriendo.

necesidad de examinar cada caso concreto, dando lugar a un casuismo a todas luces incompatible con la defensa de los valores negociables como categoría.

De todo lo expuesto hasta el momento se pueden sacar conclusiones más generales que permiten acercarse a la concreción de las exigencias que ha de reunir un determinado valor para merecer la consideración de negociable: en ningún caso la concurrencia de la nota de negociabilidad puede hacerse depender de factores extrínsecos, en cuanto ajenos a la propia naturaleza y configuración interna del valor en cuestión⁽³⁷⁾. La consideración como negociable de un determinado valor es algo de no poca trascendencia, determina el sometimiento del mismo a la normativa reguladora del mercado de valores. De ahí que no pueda depender de la concurrencia de factores externos, circunstanciales o coyunturales que en cualquier momento puedan fácilmente desaparecer. De lo contrario, estaríamos creando una gran inseguridad jurídica, que en modo alguno puede haber sido la finalidad perseguida por el legislador cuando introdujo la expresión “valor negociable” como delimitadora del ámbito objetivo de aplicación de la legislación del mercado de valores. En este sentido, parece adecuada la consideración de DÍAZ MORENO cuando afirma que el requisito de negociabilidad no va referido al valor concreto de que se trate sino al “tipo” de valor en sí. De esta forma, el citado autor concluye la cuestión afirmando que “serán negociables los valores que sean de un tipo para el que exista un mercado que los acepte como títulos de inversión”⁽³⁸⁾.

Por tanto, sólo circunstancias intrínsecas, esto es, derivadas de la propia naturaleza y configuración de los distintos instrumentos, pueden determinar la concurrencia de la nota de negociabilidad. Estas circunstancias no pueden ser otras que el tratarse de derechos, o posiciones jurídicas, de contenido patrimonial, aptos, por su propia configuración jurídica, de tráfico generalizado y, por tanto, en palabras de la Ley, de ser negociados en un “mercado que, aunque sea de proporciones reducidas, se caracterice por el predominio de los térmi-

(37) En contra, hacen depender la consideración de negociable respecto de un determinado valor del cumplimiento de factores extrínsecos, entre otros, DOMINGO GONZÁLEZ, V., *op. cit.*, p. 14 ; ALONSO ESPINOSA, F. J., “Intereses del inversor...”, *cit.*, pp. 434 a 438; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., Comentario a la voz “valor negociable”, *Enciclopedia Jurídica Básica*, IV, Madrid, 1994, pp. 6.797 a 6.802, esp. 6.798, y SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, pp. 631 y 632.

(38) Cfr. DÍAZ MORENO, A., *op. cit.*, nota n.º 6, para quien además “ello explica que las acciones y obligaciones —en cuanto tipos de valores— sean siempre negociables”. La opinión del profesor Díaz Moreno es, sin embargo, expresamente rebatida por GONZÁLEZ CASTILLA, F. aduciendo que “esto implicaría, sin embargo, introducir un concepto —‘tipo de valor’— que no ha sido el utilizado por el legislador, además de suponer un reconocimiento de las disfunciones que provoca la ‘negociabilidad’ —término esencialmente *cuantitativo* y *económico*— como elemento delimitador de una categoría jurídica” (cfr. *op. cit.*, p. 212).

nos económicos en que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes". Ello no es incompatible con la consideración de la que partimos de que el mercado de referencia deba ser un mercado secundario oficial, que nos llevó a afirmar que la negociabilidad exige la mera susceptibilidad del instrumento en cuestión de ser negociado en un mercado de este tipo. Lo que ocurre es que si la concurrencia de la nota de negociabilidad no puede hacerse depender de circunstancias extrínsecas, ajenas al propio valor, tampoco dependerá de que se haya creado un mercado oficial en el que expresamente se reconozca que el tipo de valor en cuestión puede cotizar. La susceptibilidad de los valores de ser admitidos a cotización en un mercado secundario oficial, que determina, según lo expuesto, la concurrencia de la negociabilidad, se refiere exclusivamente y deriva de la circunstancia de tratarse de derechos o posiciones jurídicas naturalmente dotados para ser objeto de tráfico generalizado, con independencia, por tanto, de que exista un mercado secundario oficial en el que dichos instrumentos puedan cotizar. Pierde así trascendencia la primera de las cuestiones planteadas en la concreción de la característica de la negociabilidad. El mercado de referencia en el que ha de cotizar el valor para ser negociable puede circunscribirse a los mercados secundarios oficiales o abarcar cualquier tipo de mercado financiero. Dependiendo de la concepción de mercado de la que se parta, la exigencia de que el valor cotice en él se exigirá en términos puramente potenciales o no: será negociable el valor que simplemente sea "susceptible" de ser negociado en un mercado secundario oficial y también aquél que *de facto* lo sea en un mercado financiero cualquiera, por cuanto que, entonces, a los efectos de la nota de negociabilidad, habrá de entenderse susceptible de cotización oficial. En definitiva, todo instrumento que, por sus propios caracteres, pueda ser negociado en un mercado caracterizado por el predominio de los términos económicos en los que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes, ha de entenderse susceptible de constituir el objeto de un mercado secundario oficial y, por tanto, negociable.

Sólo la referida consideración de la negociabilidad permite perfilar un concepto único de valor negociable válido para todo el mercado de valores y que, a su vez, cumpla la función delimitadora del ámbito de aplicación de su normativa reguladora con la que fue introducido —que, recordemos, comparte hoy con el de instrumento financiero—. Cosa distinta será que los concretos derechos o instrumentos que puedan ser incluidos en el referido concepto de valor negociable sean distintos según atendamos a los distintos ámbitos o sectores en los que a su vez se divide el mercado de valores, pudiéndose incluso sostener que desde el punto de vista del mercado secundario, la negociabilidad exige la existencia de un mercado secundario oficial en el que expresamente se admita que el tipo de valor en sí pueda ser negociado, o que desde la perspectiva del mercado primario sea necesario que el valor pueda ser objeto de tráfico impersonal.

C) Agrupación en emisiones

Pasando ya al análisis de la nota de agrupación en emisiones ⁽³⁹⁾, se puede comenzar destacando que en la Exposición de Motivos de la Ley 24/1988 se aclara que ha de entenderse como un concepto más amplio y, por tanto, más omnicomprendivo que el tradicional de emisión en serie. Así, según la Ley, con la característica de agrupación en emisiones se abandona el concepto de valores emitidos en serie, “tanto por la difícil concreción legal del mismo, como por el hecho de que no hay razón para no considerar agrupados en una emisión (...) instrumentos que pueden ser bastante heterogéneos en alguna de sus características económicas (...) y que en ausencia de este planteamiento podrían escapar totalmente a las previsiones de la presente Ley” (cfr. n.º 2 in fine de la Exposición de Motivos de la Ley 24/1988).

De las palabras utilizadas por el legislador puede desprenderse, en primer lugar, que aun cuando no se encuentra definido de forma expresa, el tradicional concepto de emisión en serie exige para su concurrencia la identidad absoluta de los valores ⁽⁴⁰⁾. Partiendo de ahí, parece que lo que se pretende introducir con la nota de agrupación en emisiones es la superación de la igualdad absoluta y su sustitución por la igualdad sustancial ⁽⁴¹⁾, con el principal propósito de cerrar vías para eludir la aplicación de la Ley, bastando así con que los valores en cuestión sean homogéneos entre sí, al exigirse únicamente la coincidencia en sus notas esenciales.

Por su parte, el originario artículo 2 de la LMV remitió a un posterior desarrollo reglamentario la determinación de en qué medida deberían ser homogéneos los valores entre sí para que se pudiesen considerar agrupados en una misma emisión. Dicho desarrollo reglamentario fue realizado por el Real De-

(39) Sobre la determinación del significado de dicha característica, entre otros, vid.: DÍAZ MORENO, A., *op. cit.*, pp. 361 y 362; ALONSO ESPINOSA, F. J., *El mercado primario...*, cit., pp. 156 a 163; ABELLA AMIGO, S., *op. cit.*, pp. 73 y 74; DOMINGO GONZÁLEZ, V., *op. cit.*, pp. 9 a 11; ESPINA, D., *op. cit.*, pp. 206 a 213; SÁNCHEZ CALERO, F., *op. cit.*, pp. 43 y 44; SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, pp. 634 a 636; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEYAS, A., *op. cit.*, pp. 125 a 127; ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *op. cit.*, pp. 131 y 132; DE CARLOS BERTRÁN, L., *op. cit.*, pp. 175 a 178, y GONZÁLEZ CASTILLA, F., *op. cit.*, pp. 214 a 217.

(40) Vid. POLO, A., “La admisión de valores a cotización oficial”, AA.VV., *Coloquio de Derecho bursátil*, Bilbao, 1970, pp. 29 a 87, especialmente p. 58. Tal y como es resaltado, entre otros, por DÍAZ MORENO, A., *op. cit.*, p. 361, nota 7, de igual modo, parece deducirse que en nuestro Ordenamiento se consideran emitidos en serie los valores idénticos, no sólo en el contenido de derechos que atribuyen, sino incluso en su valor nominal, citando como ejemplo los artículos 49, 53 y 219 de la LSA.

(41) ALONSO ESPINOSA, F. J., *El mercado primario...*, cit., p. 163.

creto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, estableciéndose, concretamente en su artículo 4, que, a estos efectos, se entiende que los valores son homogéneos entre sí cuando, procediendo de un mismo emisor, formen parte de una misma operación financiera o respondan a una misma unidad de propósito, incluida la obtención sistemática de financiación, tengan la misma naturaleza y régimen de transmisión y atribuyan a sus titulares un contenido sustancialmente igual de derechos y obligaciones (*vid.* artículo 4 párrafos 21 y 31 del Real Decreto 291/1992)⁽⁴²⁾.

En suma, del tenor literal de los citados preceptos —los artículos 2 de la LMV y 4 del Real Decreto sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores— se deduce que dos son las notas que han de concurrir para que se pueda entender que los valores se encuentran agrupados en emisiones: proceder de un mismo emisor y ser homogéneos. A su vez, para que se pueda considerar que los valores efectivamente son homogéneos entre sí es necesario: que formen parte de una misma operación financiera o respondan a una unidad de propósito, que tengan la misma naturaleza y el mismo régimen de transmisión, y que atribuyan a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones. Además, esto se completa mediante la enumeración de una serie de elementos que, por entenderse accesorios, pueden diferir sin que los valores en cuestión dejen de considerarse homogéneos. Dichos elementos, indicados también por el artículo 4 del Real Decreto 291/1992, son: el importe unitario, la fecha de puesta en circulación, de entrega material o de fijación de precios, y el procedimiento de colocación, incluida la existencia de bloques destinados a categorías específicas de inversores, el fraccionamiento de la emisión en partes sucesivas o la previsión de ampliaciones⁽⁴³⁾.

Hasta aquí, parece quedar claro que la agrupación en emisiones cumple una función concreta: evitar que los valores se puedan escapar fácilmente de la aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores con el solo hecho de introducir ciertos matices distintivos en alguna de sus características económicas. Sin embargo, tampoco la determinación de esta segunda característica definitoria de los valores negociables se encuentra exenta de dudas. Fundamentalmente, no queda demasiado claro por qué el legislador relaciona los conceptos “emisión en serie” y “agrupación en emisiones”, indicando además que la introducción de éste supone el abandono de aquél. Podría pensarse que los “instrumentos” que antes de la entrada en vigor de la Ley 24/1988 se caracteri-

(42) Al respecto, entre otros, *vid.* TAPIA HERMIDA, A. J., “Comentario al artículo 4 del Real Decreto 291/1992”, AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores* (dir. Fernando Sánchez Calero), Madrid, 1995, pp. 73 a 93.

(43) Cfr. SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, p. 635.

zaban por ser emitidos en serie, esto es, los valores mobiliarios, al haberse “abandonado” —tal y como dice el legislador— el concepto de emisión en serie, siendo sustituido por el de agrupación en emisiones, o bien ahora han pasado a caracterizarse por agruparse en emisiones, o bien han desaparecido siendo sustituidos por los valores negociables. Ambas soluciones chocan, sin embargo, con el hecho de que, tras la promulgación de la Ley 24/1988, normas como la LSA sigan utilizando y relacionando las expresiones “valores mobiliarios” y “series de valores”, y además ésta última en su significado tradicional que exige la absoluta identidad de los valores pertenecientes a una misma serie (*vid.* artículo 49 de la LSA). Podría deducirse entonces que efectivamente las expresiones “valores mobiliarios” y “valores negociables” hacen referencia a realidades por completo distintas; sin embargo, con independencia de la veracidad de esta última conclusión ⁽⁴⁴⁾, ello lleva a cuestionarse por qué el legislador relaciona los conceptos de emisión en serie y agrupación en emisiones, indicando además que la introducción de éste supone el abandono de aquél.

Para poder llegar a desentrañar el verdadero significado de la nota de agrupación en emisiones ha de ponerse en conexión con la otra característica calificada por la Ley como definitoria de los valores negociables: la negociabilidad ⁽⁴⁵⁾. En este sentido, la introducción del concepto “agrupación en emisiones” ha supuesto una rebaja de las condiciones de igualdad que han de reunir los valores entre sí para que *a priori* puedan considerarse fácilmente intercambiables, esto es, negociables. Es decir, como forma de emisión opuesta a la emisión aislada e individualizada de los valores —entendiendo por tal la que requiere una específica y particularizada declaración de voluntad del emisor en cada uno de ellos—, el concepto “emisión en serie” subsiste. Ahora bien, esta forma de emisión tenía igualmente otra cara: permitir que los valores mobiliarios pudiesen cumplir principalmente funciones de inversión, pues al ser iguales los valores de una misma serie, es claro que son fácilmente intercambiables o, lo que es lo mismo, “negociables”, aumentando con ello su liquidez, que es algo fundamental para atraer la inversión. Esto último es lo que sí se ha visto afectado con la introducción de la característica de agrupación en emisiones. De esta forma, sustituye a la tradicional emisión en serie en el sentido de no ser necesario ya que todos los valores tengan idénticas características a los efectos de poder constituir el objeto de los mercados de valores, por suponer la constatación de que efectivamente para que los valores sean líquidos o fácilmente

(44) Al respecto, *vid. infra* apartado siguiente.

(45) La conexión existente entre la nota de agrupación en emisiones con la de negociabilidad es expresamente puesta de manifiesto, entre otros, por DOMINGO GONZÁLEZ, V., *op. cit.*, p. 14 y SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, p. 634.

intercambiables, y puedan cumplir así con la nota de negociabilidad, basta con que sean simplemente homogéneos ⁽⁴⁶⁾, al proceder de un mismo emisor y coincidir en sus características esenciales.

2. Valor negociable/valor mobiliario

A) Consideraciones introductorias

En la tarea de concretar el significado del concepto “valor negociable”, como ya se ha dejado entrever, se plantea igualmente la cuestión de determinar su relación con el más tradicional de valor mobiliario. No se puede perder de vista que hasta la entrada en vigor de la Ley 24/1988, la referencia a los valores se realizaba a los “valores mobiliarios”. Por ello, uno de los primeros interrogantes que se plantearon con la utilización del término “valor negociable” fue si en realidad se introdujo una nueva categoría distinta a los tradicionales “valores mobiliarios” o si simplemente se trató de una nueva forma de denominarlos.

Aunque ésta es una cuestión que puede ser calificada de tradicional, en lo que se refiere a las investigaciones realizadas en este ámbito del mercado financiero, su resolución tampoco se muestra fácil. Se trata de determinar la relación que media entre dos expresiones, “valores negociables” y “valores mobiliarios”, carentes de definición y, por tanto, de concreción legal. Prueba de la dificultad de la referida tarea es que al respecto no existe consenso alguno entre la doctrina, encontrándonos, incluso entre los más reconocidos autores, con opiniones muy diversas ⁽⁴⁷⁾.

(46) En este sentido, SÁNCHEZ CALERO, F. afirma que la homogeneidad “implica el carácter de los valores como cosa fungible en el sentido de ser sustituibles unos por otros” (cfr., *op. cit.*, p. 44). En la misma línea, para ZUNZUNEGUI PASTOR, F., “La homogeneidad de los valores asegura la objetivación del bien posibilitando un intercambio masivo” (cfr., *op. cit.*, p. 131).

(47) En efecto, no existe una opinión unánime sobre la relación que media entre los conceptos “valor mobiliario” y “valor negociable”. En un intento de sistematizar las distintas posturas existentes al respecto se puede comenzar por distinguir dos grandes bloques. Por un lado, aquéllos que opinan que se trata de dos conceptos equivalentes, representando dos formas distintas de denominar una misma realidad [en esta dirección, entre otros, *vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., “Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta”, AA.VV., *El nuevo Mercado de Valores* (dir. Evelio Verdera y Tuells), Bolonia, 1993, pp. 90 a 110, p. 95, y “Comentario al artículo 2...”, *cit.*, p. 36; CACHÓN BLANCO, J.E., *op. cit.*, p. 817; ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *op. cit.*, pp. 132 y 133, y MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEYAS, A., *op. cit.*, p. 120] y, por otro, aquellos otros que consideran que las expresiones “valores mobiliarios” y “valores negociables”, aun cuando puedan encontrarse de alguna forma relacionadas, en modo alguno pueden considerarse sinónimas. A su vez, este segundo bloque de autores utilizan argumentaciones muy dispares. Con el solo objeto de facilitar la

Para llegar a una opinión propia sobre la referida cuestión, coherente, al menos, con las conclusiones vertidas hasta el momento, tras haber concretado

exposición, se puede distinguir, en primer lugar, un grupo de autores que fundamentan su postura sobre la base de hacer depender la concurrencia de la nota de negociabilidad de factores extrínsecos, ajenos a la propia naturaleza del valor en sí. Partiendo de ahí, consideran que los conceptos “valor mobiliario” y “valor negociable” no son sinónimos, pues, para ellos, el valor mobiliario sólo pasará a ser negociable si cumple con los requisitos externos que consideren conforman la negociabilidad. En esta línea, como vimos en su momento —*vid. supra* apartado II.1.B—, destacan ALONSO ESPINOSA, F. J., “Intereses del inversor...”, *cit.*, pp. 433 a 436 y *El mercado primario...*, *cit.*, p. 170 y SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, pp. 638 y 639, aun cuando también se pueden incluir a DOMINGO GONZÁLEZ, V., *op. cit.*, pp. 13 y 14 y SÁNCHEZ ANDRÉS, A., Comentario a la voz “Valor negociable”, *op. cit.*, p. 6.798. Por otra parte, entre las voces que defienden la no equivalencia de los conceptos “valor mobiliario” y “valor negociable”, se encuentran aquéllos que fundamentan su postura en la consideración de que se trata de dos expresiones que operan en ámbitos distintos. Así, para ESPINA, D., *op. cit.*, p. 202, mientras que el carácter negociable atiende a la dinámica de los elementos patrimoniales objeto de los mercados de valores, el carácter mobiliario lo hace a la configuración de posiciones jurídicas de socio u obligacionista. De esta forma, sostiene el citado autor, dan lugar a dos clasificaciones distintas, paralelas y no excluyentes. En la misma línea, DOMÍNGUEZ GARCÍA, M. A., *op. cit.*, p. 1.642 y 1.644, considera que mientras que la noción “valor mobiliario”, mencionada y delimitada principalmente en la LSA, opera en el ámbito material de los títulos-valor, la noción “valor negociable”, mencionada y delimitada en la LMV y su normativa complementaria de desarrollo, opera en el plano del Derecho del mercado de valores. En su opinión, ello impide que ambas nociones puedan considerarse sinónimas, al entender que la diversa naturaleza de los planos jurídicos de referencia da lugar a que las respectivas notas caracterizadoras de cada una de ellas posean un diferente significado y alcance. En tercer lugar, existen otros autores que ponen el énfasis de sus argumentaciones en la consideración de los valores negociables como un “supraconcepto” superador de la ya tradicional dicotomía entre valores mobiliarios y efectos de comercio. En este sentido destaca FARRANDO MIGUEL, I., *op. cit.*, pp. 1.213 y ss., para quien la introducción de la expresión “valor negociable” persigue un claro objetivo: constituirse en soporte de un determinado modelo de ordenación del mercado de valores, que llama “cultura de la transparencia”, en el que el mecanismo protector del inversor pasa a ser la distribución obligatoria de información y deja de serlo el control, que considera ya desfasado. Por último, entre los autores que defienden que las nociones “valores mobiliarios” y “valores negociables” no son equivalentes destaca RECALDE CASTELLS, A., *op. cit.*, pp. 271 y ss. El citado autor es más original en sus argumentaciones. Es posible deducir que no fundamenta su postura en el significado de las notas de negociabilidad y agrupación en emisiones, que es lo que en definitiva hacen todos los demás, sino en el otro parámetro erigido por la LMV en referencial de los valores negociables: “*su desconexión respecto de una determinada fórmula de instrumentación jurídica*”. De esta forma, para Recalde Castells, mientras que el concepto de valor mobiliario siempre va unido a una concreta forma de representación —que ya no se agota en la representación “cartular”, sino que abarca también la “tabular”—, porque le es inherente la circunstancia de que su transmisión no se rija por las normas propias de la cesión de créditos, no ocurre así con todas las concepciones defendibles de valor negociable, pues, en su opinión, al menos en el mercado primario, el hecho de que respecto de un determinado valor aún no se haya impreso o entregado el título o no se haya realizado la correspondiente anotación no influirá en que su ofrecimiento para su suscripción, esto es, en que su emisión, tenga que sujetarse a los requisitos de publicidad establecidos en la normativa reguladora de este sector del mercado financiero.

el significado de las características de negociabilidad y agrupación en emisiones, erigidas desde la Ley en definitorias de los valores negociables, se hace necesario determinar, si realmente introducen una caracterización de los valores por completo innovadora, o si, por el contrario, hacen alusión a aspectos igualmente predicables de los ya conocidos “valores mobiliarios”.

- B) La controvertida naturaleza jurídica de los instrumentos tradicionalmente calificados como efectos de comercio cuando son emitidos para cumplir funciones propias de los valores mobiliarios

Mantener que los conceptos “valor mobiliario” y “valor negociable” aluden a una misma realidad sólo es posible atendiendo a una concepción moderna y evolucionada del concepto “valor mobiliario”⁽⁴⁸⁾. Sin embargo, no basta con

(48) En un principio, la doctrina era unánime en considerar que los valores mobiliarios respondían a dos de las clasificaciones más importantes de los títulos-valores [en este sentido, por todos, *vid.*, VELASCO ALONSO, A., “En torno al concepto y génesis de los valores mobiliarios”, *RDP*, n.º 418, 1952, pp. 24 a 38; CACHÓN BLANCO, J.E., *op. cit.*, p. 797; RAMOS GASCÓN, F. J., *op. cit.*, pp. 65 y 66; GONZÁLEZ CASTILLA, F., *op. cit.*, pp. 192 y 193 y RECALDE CASTELLS, A., “La representación de los valores: títulos y anotaciones en cuenta”, en AA.VV., *Instituciones del Mercado Financiero* (dir. Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez Simancas), V, *Reforma de 1998. Sociedades cotizadas*, Madrid, 1999, pp. 2.593 a 2.669, especialmente pp. 2.597 y ss.]. En primer lugar, según la manera de emitirse, se distinguían los títulos-valores singulares o aislados y los emitidos en serie o en masa. Desde esta perspectiva, el valor mobiliario era definido como un título-valor emitido en serie, con igualdad de características y conjunto de derechos entre los pertenecientes a una misma clase o serie (cfr. BERCOVITZ, A., “El derecho del mercado de capitales”, *RDBB*, n.º 29, 1988, pp. 67 a 111, especialmente p. 90. En el mismo sentido, entre otros, ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *op. cit.*, p. 132). Por otra parte, según su función económica, los títulos-valores eran clasificados en títulos de inversión, de pago y crédito y, finalmente, representativos de mercaderías (EIZA-GUIRRE, “Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos-valores”, *RDM*, n.º 163, 1982, pp. 7 a 112, especialmente pp. p. 106 y ss., y JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J., “La nueva regulación...”, *cit.*, p. 48). Los valores mobiliarios, por su propia naturaleza, están destinados al mercado de capitales y se correspondían así, desde esta última perspectiva indicada, con los títulos-valores de inversión.

De acuerdo con las referidas clasificaciones, la doctrina distinguía dos grandes categorías en el seno de los títulos-valores: los valores mobiliarios y los efectos de comercio; los primeros, caracterizados por ser emitidos en serie o en masa y por servir como medio de inversión o de especulación, y nunca como medio de pago, y, los segundos, por emitirse de forma aislada como títulos únicos y por poder funcionar, también, como instrumentos de crédito, pero siempre como medios de pago (cfr. OTERO LASTRES, J.M., “Reflexiones sobre la aplicabilidad de los artículos 111 y siguientes de la Ley de Sociedades Anónimas a los pagarés de empresa”, *La Ley*, 1985-I, pp. 1.147 a 1.152, especialmente pp. 1.153 y 1.154). Se entendía así que la expresión “valores mobiliarios” hacía referencia a aquellos títulos-valores emitidos en serie o en masa, representativos de una parte o fracción de un negocio jurídico y que otorgan a su poseedor los derechos y poderes que la Ley y el negocio de la emisión les reconocen (cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., “Régimen de los valores...”, *cit.*, p. 91).

quedarse en la consideración de que, en la actualidad, los valores mobiliarios han dejado de ser una subespecie integradora de los títulos-valores, por encontrarse admitido de forma expresa que adopten la llamada representación tabular (*vid.* artículo 51 de la LSA)⁽⁴⁹⁾. Por el contrario, la absoluta identidad de la realidad acotada bajo las expresiones “valor mobiliario” y “valor negociable” implica sostener una evolución tal del significado del concepto “valores mobiliarios” que haga incluso “tambalear” la tradicional distinción entre éstos y los efectos de comercio⁽⁵⁰⁾. La razón se encuentra en el hecho de que la propia Ley 24/1988 de forma expresa establece que en el concepto “valor negociable” podrán entenderse incluidos “*en determinados casos*” instrumentos, tradicionalmente encuadrados entre los efectos de comercio, tales como las letras de cambio o los pagarés (*vid.* n.º 2 de la Exposición de Motivos de la LMV). Parece obvio que los casos a los que se refiere la Ley son aquéllos en los que los mencionados instrumentos son emitidos para cumplir funciones propias del mercado de capitales. De ahí que la sinonimia de las expresiones “valores mobiliarios” y “valores negociables” sólo sea sostenible entendiendo que, en los supuestos en los que las letras de cambio y los pagarés cumplan funciones de financiación-inversión, como ocurre en el caso de los llamados pagarés de empresa y letras financieras, los referidos instrumentos dejan de ser efectos de comercio y pasan a ser valores mobiliarios.

Ciertamente, la cuestión de la naturaleza jurídica de los instrumentos destinados por su propia naturaleza a servir como medios de pago o de crédito, cuando, en lugar de cumplir dichas funciones, son emitidos con la finalidad de obtener financiación, y cumplen así funciones de inversión, más propias de los valores mobiliarios, es algo controvertido. No faltan entre la doctrina voces que han

(49) Ciertamente, el consenso doctrinal existente, en un principio, sobre la referida caracterización de los valores mobiliarios como “subespecie” de los títulos-valores (*vid. supra* nota anterior) entró en crisis a la vez que lo hicieron éstos, surgiendo así la cuestión de si el tradicional concepto de valor mobiliario no fue evolucionando de forma paralela al proceso de “desincorporación” del derecho al título, en el sentido de ir desgajándose de la representación cartular, hasta llegar a desvincularse por completo de ella. En efecto, ello quedó confirmado cuando, tras concluir el proceso de “desmaterialización” de los valores —con la promulgación, en 1988, de la LMV—, la LSA del 89, en su artículo 51 —inmodificado hasta nuestros días—, contempló la posibilidad de que las acciones se representasen, además de por títulos, mediante anotaciones en cuenta, calificándolas en ambos casos de valores mobiliarios. Sobre el proceso de “desincorporación” de los valores, por todos, *vid.* LÓPEZ SANTANA, N., *El contrato bancario de administración de valores*, Sevilla, 2002, pp. 21 y ss.

(50) En contra, entre otros, CACHÓN BLANCO, J.E., *op. cit.*, p. 817 y ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *op. cit.*, p. 132, utilizan como principal argumento para considerar que “valores mobiliarios” y “valores negociables” constituyen expresiones equivalentes la calificación como valores mobiliarios que expresamente realiza el artículo 51 de la LSA respecto de las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta.

mantenido que en estos supuestos los mencionados instrumentos comparten la naturaleza de los valores mobiliarios, dejando así de ser efectos de comercio ⁽⁵¹⁾.

A primera vista, a dicha tesis se le puede objetar que descuida la existencia de uno de los criterios en los que tradicionalmente se ha basado la distinción entre los valores mobiliarios y los efectos de comercio: el de la forma de emisión, según el cual, mientras que los efectos de comercio se caracterizan por ser emitidos de forma aislada, los valores mobiliarios lo son, por el contrario, por ser emitidos en serie ⁽⁵²⁾. Sin embargo, tampoco han faltado opiniones que han considerado que, en estos casos, en los que los instrumentos tradicionalmente encuadrados entre los efectos de comercio se emiten con la misma finalidad de obtener financiación que le es propia a los valores mobiliarios, dicha nota de emisión en serie también se cumple ⁽⁵³⁾. Esto último sólo es sostenible entendiendo, a su vez, que el concepto “emisión en serie” ha sufrido igualmente una evolución, al dejarse de apoyar en el criterio formal de necesidad de absoluta igualdad entre todas las características —también económicas— de los valores, para hacerlo en el criterio sustancial de responder a una misma finalidad, resu-

(51) Sobre la consideración como valores mobiliarios de los pagarés de empresa, por todos, *vid.* ARROYO MARTÍNEZ, I., “El pagaré”, AA.VV., *Derecho cambiario. Estudios sobre la Ley Cambiaria y del Cheque* (dir. Aurelio Menéndez), Madrid, 1986, pp. 737 a 772, especialmente pp. 761 y 762; SACRISTÁN REPRESA, M., “Emisión y descuento de pagarés: pagarés de empresa”, AA.VV., *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero* (coord. Alberto Alonso Ureba, Rafael Bonardell Lenzano y Rafael García Villaverde), Madrid, 1990, pp. 299 a 349, especialmente pp. 330 a 332 y TAPIA HERMIDA, A. J., “Algunos problemas sobre emisión de pagarés de empresa, de obligaciones convertibles y de obligaciones subordinadas”, *RCDI*, n.º 618, 1993, pp. 1317 a 1.363, especialmente pp. 1.327 a 1.329.

(52) En este sentido, entre otros, destacan: OTERO LASTRES, J.M., *op. cit.*, pp. 1.155 a 1.157; BERCOVITZ, A., *op. cit.*, pp. 91 y 92 y PEINADO GRACIA, J. I., *El pagaré de empresa*, Madrid, 1995, pp. 149 y 150, que precisamente utilizan como uno de sus principales argumentos para negar la naturaleza de valores mobiliarios a los pagarés de empresa la consideración de que no cumplen con la característica de emisión en serie.

(53) Así, por ejemplo, podemos citar a ARROYO MARTÍNEZ, I., *op. cit.*, pp. 760 y 761, quien formula las siguientes cuestiones: ¿Es que la puesta en circulación simultánea de varios cientos de miles de “pagarés” no es una emisión en masa?; ¿se puede negar la evidencia de la pluralidad “real”, no “formal”, de los títulos?; ¿acaso no incorporan derechos iguales o análogos?; ¿con qué fundamento de autoridad se puede afirmar que los mil millones de pagarés, por ejemplo, con idéntico valor nominal e idéntico vencimiento, no son títulos iguales? En la misma línea, aun cuando en una postura más matizada, nos encontramos con autores que parecen admitir la existencia de supuestos en los que los pagarés de empresa son emitidos en serie (en este sentido, por todos, *vid.* BROSETA PONT, M./SOTILLO MATI, A./BERENGUER FUSTER, L., *Régimen jurídico del pagaré*, Madrid, 1986, p. 16 y CACHÓN BLANCO, J.E., *Estudio jurídico y bursátil de los valores negociables en Bolsa*, Madrid, 1990, p. 69).

mible en la obtención de financiación ⁽⁵⁴⁾. Sin embargo, entender la evolución del significado de la emisión en serie en el sentido indicado no es tan sencillo. La igualdad en todas sus características definitoria de los valores emitidos en una misma serie no es caprichosa; se trata de una consecuencia inmediata del significado de dichos valores como partes alícuotas del capital social —acciones— o de un empréstito —obligaciones— ⁽⁵⁵⁾. Ello, a su vez, da lugar a —lo que parece constituir la diferencia fundamental entre la emisión en serie y la emisión aislada— la circunstancia de que en cada uno de los valores integrantes de una misma serie no se contenga una declaración de voluntad individualizada del emisor, que, sin embargo, sí se da y es característica de la emisión aislada ⁽⁵⁶⁾.

A tenor de lo indicado no parece sostenible considerar que instrumentos como los pagarés de empresa sean emitidos en serie. En ellos no existe identidad en los nominales, ni en las condiciones en las que se colocan en el mercado (interés y vencimiento) ⁽⁵⁷⁾. Y es que cada pagaré de empresa, lejos de representar una cuota sobre un negocio único, fraccionado para facilitar la correspondiente suscripción, se erige sobre la base de un negocio individual inscrito en unas condiciones-marco que se ratifican en cada acto de emisión, sin posibilidad de derogación parcial del “programa” ⁽⁵⁸⁾.

En cualquier caso, los defensores de la calificación como valores mobiliarios de los instrumentos tradicionalmente encuadrados entre los efectos de comercio en los supuestos en los que cumplen funciones de inversión-financiación lo hacían buscando un objetivo concreto que, con anterioridad a la promulgación de la Ley 24/1988, no se encontraba carente de cierta justificación: la posible aplicación a dichos instrumentos de la normativa reguladora de los valores mobiliarios, a efectos de la protección del inversor. Así, por ejemplo, en relación a los llamados pagarés de empresa, los autores que defendían su consi-

(54) Ésta parece ser la opinión mantenida por SÁNCHEZ CALERO, F., “Comentario al artículo...”, *cit.*, p. 36, para quien, en consecuencia, la característica de agrupación en emisiones erigida por la Ley 24/1988 como definitoria, junto con la negociabilidad, de los valores negociables, no introdujo nada nuevo.

(55) En este sentido, entre otros, BERCOVITZ, A., *op. cit.*, p. 92, afirma que la emisión en serie para los valores mobiliarios viene impuesta legalmente, no ocurriendo así con la letra de cambio o el pagaré.

(56) Así, DÍAZ MORENO, A., afirma que “los valores emitidos en serie no contienen cada uno de ellos una específica y particularizada declaración de voluntad del emisor como sucede, sin embargo, con los títulos emitidos aisladamente; en otras palabras, tienen su origen en un acto único, en una única declaración de voluntad” (cfr. *op. cit.*, p. 361). En el mismo sentido, entre otros, *vid.* OTERO LASTRES, J.M., *op. cit.*, p. 1.148.

(57) Cfr. PEINADO GRACIA, J. I., *op. cit.*, p. 131.

(58) *Ibid.*, p. 136.

deración como valores mobiliarios lo hacían con la finalidad de fundamentar la aplicación de las normas contenidas en la LSA para las obligaciones, en lugar de las normas cambiarias, por entender que sólo así podría otorgarse al adquirente de los citados pagarés una adecuada protección⁽⁵⁹⁾. Ciertamente, no resulta desorbitado pensar que si el sujeto que adquiere, por ejemplo, pagarés de empresa busca con ello la misma finalidad que el obligacionista —invertir en un instrumento que le otorgue una rentabilidad fija—, merezca, cuando menos, la misma protección que el ordenamiento jurídico le brinda a este último⁽⁶⁰⁾. De ahí que podamos afirmar que la defensa de la consideración como valores mobiliarios de los pagarés de empresa, aun cuando suponía desvirtuar el significado de la emisión en serie, no dejaba de ser legítima⁽⁶¹⁾.

Sin embargo, tras la promulgación de la Ley 24/1988, la aludida justificación de las tesis expuestas deja de tener sentido. Ya no es necesario forzar una interpretación del significado de la emisión en serie para poder integrar a los valores mobiliarios y a los efectos de comercio, cuando cumplan funciones de inversión análogas, en una única categoría que permita el otorgamiento al inversor, de unos y otros instrumentos, de una misma protección: la brindada por la normativa reguladora del mercado de valores⁽⁶²⁾. Ello es así gracias a que la

(59) SACRISTÁN REPRESA, M., *op. cit.*, pp. 327, 328 y 330 a 332.

(60) En este sentido, por todos, *vid.* PAZ ARES, C., *La letra de favor*, Madrid, 1987, p. 105, nota 92.

(61) No obstante, en opinión de BERCOVITZ, A., *op. cit.*, p. 92, la desprotección en la que se encuentra el titular de instrumentos como los pagarés de empresa, al no serles de aplicación la normativa de las obligaciones, no justifica su calificación como valores mobiliarios, cuya naturaleza jurídica no comparten, sino que, en todo caso, hace posible plantear si no constituye un fraude de ley la emisión seriada de pagarés y letras, en lugar de obligaciones, cuando con ello lo que se busca es obtener financiación.

(62) De hecho, alguno de los autores que mantuvieron en su día la posible consideración de los efectos de comercio como valores mobiliarios, cuando abandonasen su función típica de instrumentos de pago y cambio para asumir la más avanzada de captación masiva del ahorro, en trabajos posteriores, apoyándose en la posibilidad de obtener una adecuada protección para el adquirente de los citados instrumentos por la vía del mercado de valores, han llegado a afirmar la pérdida de transcendencia de la consideración de los pagarés de empresa como funcionalmente más próximos a los valores mobiliarios. En este sentido, *vid.* SACRISTÁN REPRESA, M., “Emisión y descuento de pagarés: pagarés de empresa”, en AA.VV., *Derecho del mercado financiero. Entidades del mercado financiero (control público y crisis). Mercados y valores* (dir. Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez-Simancas y Fuentes), I-2, Madrid, 1994, pp. 339 a 375, especialmente pp. 360 y 361 y, más recientemente, del mismo autor, “Pagarés de empresa”, en AA.VV., *Instituciones del Mercado Financiero* (dir. Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez-Simancas), VII, *Mercado primario. Mercados secundarios*, Madrid, 1999, pp. 4.213 a 4.257, especialmente pp. 4.220 y ss., donde llega a atribuir expresamente a estos instrumentos la consideración de “valores negociables”.

referida Ley 24/1988 sustituyó el concepto de emisión en serie por el más flexible de agrupación en emisiones, estableciendo, de forma expresa, que “se ha abandonado el concepto de valores emitidos ‘en serie’” porque “no hay razón para no considerar agrupados en una misma emisión (...) instrumentos que puedan ser bastante heterogéneos en alguna de sus características económicas (...) y que en ausencia de este planteamiento podrían escapar totalmente de las previsiones de la presente Ley”.

No obstante, hay que matizar que el concepto de emisión en serie ha sido sustituido por el de agrupación en emisiones a los solos efectos de la aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores. Éste es el significado con el que ha de interpretarse el abandono del que habla la LMV de “la emisión en serie”⁽⁶³⁾, y ello por dos razones: en primer lugar, porque la característica de agrupación en emisiones fue introducida por la Ley 24/1988 como una de las dos notas definitorias, junto con la negociabilidad, de la nueva categoría “valores negociables”, introducida igualmente por la referida norma con la finalidad de delimitar su ámbito objetivo de aplicación; y, en segundo, porque el concepto de emisión en serie actualmente subsiste y además en su significado tradicional que exige la plena igualdad de todas las características de los valores encuadrados en una misma serie, pues dicha forma de emisión ha de entenderse inherente a la propia configuración y naturaleza de ciertos instrumentos: los valores mobiliarios. Prueba de ello es el hecho de que, tras la promulgación de la LMV, normas como la LSA siguen imponiendo la emisión en serie, en el sentido tradicional antes aludido, respecto tanto de las acciones como de las obligaciones (*vid.* artículos 49, 288.1 y 291 de la LSA), a las que, por otra parte, califica de valores mobiliarios (*vid.* artículos 51 y 288.2)⁽⁶⁴⁾.

(63) *Vid. supra* apartado II.1.c).

(64) Así, estamos con SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, p. 634, en la consideración de que la razón práctica del abandono del concepto de emisión en serie no fue otra que la inclusión de los certificados de depósito, letras financieras y pagarés de empresa, que, a pesar de su importante utilización en los mercados, por no cumplir el requisito de la emisión en serie, podía pensarse que se encontraban excluidos del ámbito de aplicación de esta disciplina. De esta forma, afirma el citado autor, esta norma refleja la polémica doctrinal anterior a la promulgación de la Ley 24/1988, a la que hemos hecho referencia en este mismo apartado. En contra, entre otros, parece estar MADRID PARRA, A., “Consecuencias para la financiación inmobiliaria en las Leyes del Mercado de Valores y de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito”, *RDBB*, n.º 36, 1989, pp. 703 a 730, quien se puede deducir que basa su postura en la consideración como sinónimos de los conceptos emisión en serie y agrupación en emisiones, cuando afirma que “con el requisito de la agrupación en emisiones parece que se están dejando fuera a los efectos de comercio, que encuentran su regulación específica en la Ley 19/1985, de 16 de julio, Cambiaria y del Cheque. Por tanto, el ámbito de aplicación de la Ley 24/1988 no incluye todos los valores; al quedar fuera los efectos de comercio, se ha de referir su aplicación a un concepto más restringido, cual es el de valores mobiliarios” (*cfr.* p. 705).

Así, si el concepto de emisión en serie, tras la promulgación de la LMV, subsiste, y además sigue siendo definitorio de los valores mobiliarios, la dicotomía entre valores mobiliarios y efectos de comercio también subsistirá, aun cuando éstos —los efectos de comercio— cumplan funciones propias de aquéllos —los valores mobiliarios—, pues continúa indemne el otro criterio que, junto con el de la función económica, ha servido tradicionalmente para distinguirlos: el de la forma de emisión. Lo que sí ha cambiado, tras la promulgación de la LMV, es que ello ya no es obstáculo para poder integrar en una misma categoría a los valores mobiliarios y a los efectos de comercio, cuando cumplan funciones análogas, con el objeto de otorgar al titular de unos y otros una misma protección. Ahora bien, ni la categoría unificadora será la de los valores mobiliarios, ni la aludida protección la brindarán las normas reguladoras de estos últimos. Es como si la LMV se hubiera hecho eco de la necesidad de otorgarle una adecuada protección al adquirente de instrumentos tradicionalmente considerados como efectos de comercio cuando son emitidos con la finalidad de captar fondos reembolsables del público, dando a ello una solución que permite sostener que también en estos casos los citados instrumentos han de ser considerados efectos de comercio. Ello es así gracias a la introducción de la nueva categoría “valores negociables” como delimitadora del ámbito de aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores, en la que es posible incluir, además de a los valores mobiliarios, a los efectos de comercio cuando cumplen funciones de financiación-inversión, por encontrarse definida, junto con la nota de negociabilidad, por una forma de emisión mucho más flexible que la emisión en serie: la agrupación en emisiones, que únicamente requiere que los valores persigan una unidad de propósito y que sean homogéneos en sus características esenciales⁽⁶⁵⁾. Así, si los efectos de comercio, cuando son emitidos con la finalidad de obtener financiación, pueden encuadrarse entre los valores negociables, a ellos les serán de aplicación las normas reguladoras del mercado de valores. Con ello, a su vez, el adquirente de los referidos instrumentos se verá adecuadamente protegido por los mecanismos establecidos en la indicada normativa, que, más que en el control de la entidad emisora, fundamentalmente se basan en el suministro al inversor de una información suficiente como para posibilitarle la elección consciente de los instrumentos en los que desea instrumentalizar su inversión⁽⁶⁶⁾.

(65) Al respecto *vid. supra* apartado II.1.c).

(66) En este sentido, compartimos la opinión de FARRANDO MIGUEL, I., *op. cit.*, p. 1.217, acerca de la consideración de los valores negociables como una “supracategoría”, superadora de la dicotomía tradicional entre los efectos de comercio y los valores mobiliarios, que permite ordenar en España la llamada “cultura de la transparencia”.

- C) Las diferencias entre los conceptos “valor mobiliario” y “valor negociable” en lo referente a su conexión respecto de una determinada forma de representación

Una vez fundamentada la posibilidad de que se encuadren en la categoría de valores negociables instrumentos que merecen la consideración de efectos de comercio y no de valores mobiliarios, parece claro que las nociones “valores mobiliarios” y “valores negociables” no son sinónimas. Sin embargo, no es ésta la única circunstancia que avala la referida conclusión. Otra razón que puede servir para corroborar que las expresiones “valores mobiliarios” y “valores negociables” no aluden a una misma realidad es la vinculación respecto de una determinada forma de representación, que parece inherente al concepto de valor mobiliario y, en el sentido que a continuación veremos, no al de valor negociable.

El hecho de que, actualmente, se encuentre reconocido de forma expresa la posibilidad de que los valores mobiliarios se puedan representar, además de por títulos, mediante anotaciones en cuenta (*vid.* artículo 51 de la LSA), no significa que la noción “valores mobiliarios” se haya desvinculado de la adopción de una concreta forma de representación. En este sentido, RECALDE CASTELLS considera que el concepto “valor mobiliario” se encuentra indisolublemente unido a la adopción de una determinada fórmula de instrumentalización —que ya no se agota en la representación “cartular”, sino que abarca también la “tabular”—, porque le es inherente la circunstancia de que su transmisión no se vea sometida a las normas tradicionales sobre cesión de créditos y demás derechos incorporeales⁽⁶⁷⁾. Prueba de ello es que mientras el sometimiento de la transmisión de los derechos a dichas normas sólo podía superarse mediante su incorporación a un soporte físico, a un título, los valores mobiliarios sólo podían adoptar la llamada representación cartular; constituían así una de las dos “subespecies” en las que, junto con los efectos de comercio, se dividían los títulos-valores. De la misma manera, cuando aparecieron las anotaciones en cuenta como nuevo medio de representación de los derechos, se reconoció la posibilidad de que los valores mobiliarios pudieran también adoptar esta última forma de representación, porque permite, igualmente, su transmisión por un régimen superador en seguridad y agilidad al de la cesión de créditos y demás derechos incorporeales. De ahí que se pueda afirmar que mientras el título no se emita o la anotación no se realice, el derecho en cuestión o, en su caso, la posición jurídica no se integrarán en la categoría de los valores mobiliarios⁽⁶⁸⁾, pero, ¿merecerán la calificación de valores negociables?

(67) RECALDE CASTELLS, A., “Los valores...”, *cit.*, pp. 271 y ss.

(68) Esta interpretación casa además con el tenor literal del tan citado artículo 51 de la LSA, cuando, tras reconocer de forma expresa que las acciones podrán representarse mediante títulos y mediante anotaciones en cuenta, establece que “*en uno y otro caso tendrán la consideración de valores mobiliarios*”.

Para contestar al interrogante planteado no puede olvidarse que la finalidad con la que fue introducida la categoría “valores negociables” consistió fundamentalmente en delimitar el ámbito objetivo de aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores. Así, la cuestión puede centrarse en determinar si existen algunas normas integradas en el conjunto de la normativa del mercado de valores cuya aplicación no dependa de que el título representativo del valor en cuestión haya sido ya impreso y entregado, o de que se haya realizado ya el apunte en el correspondiente registro informático. De esta forma, si la respuesta es afirmativa tendrá que admitirse la disociación de la noción “valor negociable” respecto de “una determinada fórmula de instrumentación jurídica”, que, por otra parte, es incluso proclamada, de forma expresa, desde la propia Exposición de Motivos de la Ley 24/1988.

Esto es precisamente lo que ocurre con la normativa reguladora del mercado primario⁽⁶⁹⁾. Si, como sabemos, dicha normativa se encarga de establecer los requisitos de publicidad que habrán de observarse en la emisión de los valores negociables, es decir, en el momento de su nacimiento, no será desorbitado pensar que puedan existir valores, como por ejemplo acciones, que en el momento de su ofrecimiento al público para su suscripción aún no se haya hecho efectiva su representación por títulos o por anotaciones en cuenta⁽⁷⁰⁾.

Mayores problemas suscita la resolución de la cuestión planteada en el contexto del mercado secundario⁽⁷¹⁾. Ciertamente, la nota de negociabilidad, al menos a primera vista, puede parecer un obstáculo para entender que en el contexto del mercado secundario la noción “valor negociable” también se encuentra desvinculada respecto de una concreta forma de representación jurídica. Ahora bien, no puede perderse de vista, por una parte, que la referida nota de negociabilidad es definitoria de los valores negociables en todo caso —es decir, con independencia del contexto, mercado primario o secundario, en el que en

(69) En este sentido, por todos, *vid.* RECALDE CASTELLS, A., “Los valores...”, *cit.*, pp. 274, 275 y 281.

(70) Entendemos que esto es a lo que se refiere el profesor Recalde Castells cuando habla de las “acciones no endosables”, *ibidem*. En idénticos términos se pronuncia GONZÁLEZ CASTILLA, F., *op. cit.*, p. 232.

(71) Así lo afirma RECALDE CASTELLS, A., “Los valores...”, *cit.*, p. 275, que, finalmente, al entender que en el mercado secundario la tutela del inversor —además de en la información o en la represión de determinadas conductas— se basa también en la fácil liquidación de la inversión, se inclina por considerar que en el mencionado ámbito del mercado secundario, el concepto de valor negociable sí exige que a la transmisión de los valores se le aplique un régimen más ágil y particularmente protector de los adquirentes de buena fe, como es —en contraposición al del Derecho común— el que ofrecen tanto la normativa sobre títulos-valores, como la de las anotaciones en cuenta.

un momento determinado los valores se encuadren—, así como, por otra, la amplitud con la que la hemos delimitado⁽⁷²⁾. Según ha quedado expuesto, la negociabilidad se define en términos de mera potencialidad. Ciertamente está relacionada con la aptitud de los valores para ser objeto de intercambio ágil y masivo, pero si ello no impide considerar valores negociables a las acciones con limitaciones a su libre transmisibilidad⁽⁷³⁾, tampoco lo impedirá respecto de las acciones cuya representación aún no se haya hecho efectiva. La clave puede encontrarse en que el destino del derecho sea adoptar una forma de instrumentación que le permita su transmisión ágil y segura, siendo irrelevante el hecho de que todavía no haya dado tiempo a que dicha instrumentación se haya realizado. De esta forma, las acciones, y también las obligaciones, en todo momento de su existencia merecerán la calificación de valores negociables. Aunque hasta que no se haga efectiva su representación por títulos o por anotaciones en cuenta su transmisión, al menos de forma clara en el caso de las acciones al portador, tenga que regirse por las normas tradicionales sobre cesión de créditos (*vid.* artículo 56 de la LSA)⁽⁷⁴⁾, ello no deja de ser una situación transitoria, abocada a desaparecer, que no hace más que corroborar la afirmación legal según la cual “*la negociabilidad es algo más amplio que la mera transmisibilidad, propia de prácticamente todos los derechos*” (cfr. n.º 2 de la Exposición de Motivos de la LMV).

En cualquier caso, si se defiende la existencia de un concepto único de valor negociable, con independencia de que los instrumentos en él encuadrados puedan ser distintos en cada uno de los sectores o ámbitos del mercado de valores, el hecho de que claramente para la aplicación de las normas del mercado primario sea por completo irrelevante que aún no se hayan impreso y entregado los títulos, o realizado las anotaciones contables es suficiente para poder afirmar que la noción “valores negociables”, a diferencia de lo que sucede con

(72) *Vid. supra* apartado II.1.B.

(73) *Ibidem*.

(74) En efecto, el párrafo primero del artículo 56 de la LSA comienza estableciendo de forma expresa que “*mientras no se hayan impreso y entregado los títulos, la transmisión de acciones procederá de acuerdo con las normas sobre la cesión de créditos y demás derechos incorporales*”. No obstante, los términos que el citado precepto utiliza a continuación, disponiendo que “*tratándose de acciones nominativas, los administradores, una vez que resulte acreditada la transmisión, la inscribirán de inmediato en el libro registro de acciones nominativas*”, ha llevado a cuestionarse si sólo las acciones destinadas a representarse mediante títulos al portador serán transmitidas conforme a las normas de la cesión de créditos en tanto no se haya hecho efectiva su representación. Al respecto, entre otros, *vid.* PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., *op. cit.*, pp. 252 a 259, quien finalmente se inclina por entender que las normas sobre la cesión de créditos y demás derechos incorporales serán aplicables a todas las acciones mientras no se hayan impreso y entregado los títulos a los que habrán de incorporarse.

la de valores mobiliarios, se encuentra desconectada de la adopción de una determinada fórmula de representación ⁽⁷⁵⁾.

D) La conexión entre los conceptos “valor mobiliario” y “valor negociable”. Inexistencia de valores mobiliarios no negociables

Tras argumentar que las expresiones “valor mobiliario” y “valor negociable” aluden a categorías distintas, resta concretar si, indefectiblemente, de ello se deriva la existencia de realidades encuadrables exclusivamente en cada una de ellas ⁽⁷⁶⁾.

En los dos epígrafes precedentes ha quedado de manifiesto la existencia de ciertos “instrumentos” que, sin merecer la calificación de valores mobiliarios, resultan, sin embargo, subsumibles en la categoría de valores negociables (en concreto, los efectos de comercio cuando son emitidos para captar el ahorro del público en general y cumplen por ello funciones de inversión/financiación, así como las acciones y las obligaciones cuando aún no se ha hecho efectiva su representación por títulos o por anotaciones en cuenta); ahora bien, ¿es posible encontrar valores mobiliarios que no sean a su vez valores negociables? Las voces que responden afirmativamente a esta cuestión, únicamente citan como ejemplo de valores mobiliarios que no merecen el calificativo de negociables a las acciones que tienen restringida su libre transmisibilidad ⁽⁷⁷⁾. Al respecto, en el estudio del significado de una de las características erigidas por la Ley 24/1988 en definitorias de los valores negociables, concretamente la de negociabilidad, ya quedó ampliamente fundamentada la posible consideración como valores negociables de las acciones cuya circulación se encuentra de alguna forma restringida. Entiéndase ahora reproducidas las argumentaciones allí aducidas ⁽⁷⁸⁾.

Ha de entenderse así que, no siendo sinónimos, los conceptos “valor mobiliario” y “valor negociable” se encuentran en cierto modo conectados, pues aunque no todos los valores negociables son valores mobiliarios, por el contrario, todos los valores mobiliarios sí son, a su vez, negociables.

(75) Estamos así con GONZÁLEZ CASTILLA, F., *op. cit.*, p. 232, cuando afirma que “no es adecuado calificar a un derecho por su forma de representación, que sí sirve para su inclusión en la categoría de valor mobiliario” (cfr. nota 503).

(76) Así lo entienden, entre otros, DOMÍNGUEZ GARCÍA, M. A., *op. cit.*, p. 1644; FARRANDO MIGUEL, I., *op. cit.*, p. 1.213 y SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, pp. 631 a 634 y 638 y 639.

(77) *Vid.* los autores citados *supra* en el epígrafe II.1.B.

(78) *Ibidem.*

3. Consideraciones finales. Definición de valores negociables

Tras el estudio realizado es posible afirmar que la expresión “valor negociable” alude a una nueva categoría inexistente hasta el momento en el que se introdujo, que, por tanto, no se identifica plenamente con ninguna de las hasta entonces conocidas.

El referido concepto de valor negociable fue introducido, por la Ley 24/1988, con la finalidad de dotar a la inversión mobiliaria de una completa regulación adecuada a las necesidades del momento. Con la promulgación de la citada norma se pretendió realizar una reforma global en el mercado de valores español⁽⁷⁹⁾, cuya necesidad se hacía cada vez más patente, debido a que los cambios experimentados en las circunstancias del momento desembocaron en una inadecuación entre la realidad y las normas vigentes que la intentaban regular que, en última instancia, se tradujo en una incapacidad para atender las necesidades demandadas⁽⁸⁰⁾.

Entre los referidos cambios, que contribuyeron a la conveniencia de reformar el mercado de valores español, pueden citarse: la implantación de los medios electrónicos de comunicación, que permitieron el rápido movimiento de capitales entre un país y otro; la necesidad de buscar nuevas vías de canalización del ahorro y la existencia de un escenario internacional, en el que las distintas vicisitudes del momento dieron lugar a bruscos y continuos movimientos en los tipos de cambio⁽⁸¹⁾. Junto a estos antecedentes, se produjeron igualmente una serie de circunstancias que, unidas a ellos, hicieron que la reforma de

(79) Al respecto, por todos, *vid.* BERCOVITZ, A., *op. cit.*, FORNIES BAIGORRI, A., “La reforma del mercado de valores”, *RGD*, n.º 536, 1989, pp. 2.661 a 2.674; URÍA MERUENDANO, R., “Análisis de la Ley de Reforma del Mercado de Valores”, *PEE, Suplementos sobre el Sistema Financiero*, n.º 25, 1989, pp. 51 a 55; GARCÍA LOMBARDÍA, J.M., “La reforma del mercado de valores”, *PEE, Suplementos sobre el Sistema Financiero*, n.º 25, 1989, pp. 56 a 63; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “A modo de prontuario sobre una reforma polémica: La Ley 24/1988 del Mercado de Valores”, *RDM*, n.º 192, 1989, pp. 261 a 279 y, del mismo autor, “La reforma del mercado...”, *cit.*; GARCÍA HERMOSO, J.M. y UBIRÍA ZUBIZARRETA, S., “Reforma y transformación del mercado de valores”, *PEE*, n.º 44, 1990, pp. 134 a 150; ORTEGA FERNÁNDEZ, R., “La reforma del mercado de valores”, *PEE*, n.º 44, 1990, pp. 151 a 163; PÉREZ ESCOLAR, R., “El derecho bancario en el siglo XXI (derecho y tecnología)”, *La Ley*, 1991-I, pp. 987 a 1.016, especialmente, pp. 1.004 a 1.014, y TAPIA HERMIDA, A.J. y SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J., “La adaptación del Derecho español del mercado de valores al Derecho comunitario”, *RDBB*, n.º 44, 1991, pp. 967 a 1.007.

(80) La regulación del mercado de valores con anterioridad a la promulgación de la Ley 24/1988 se contenía en algunos preceptos del C. de C. y en el Reglamento 1506/1967, de 30 de junio, de Bolsas Oficiales de Comercio (BOE n.º 168, de 15 de julio de 1967).

(81) GARCÍA HERMOSO, J.M. y UBIRÍA ZUBIZARRETA, S., *op. cit.*, p. 135.

las normas que en ese momento regulaban nuestro mercado de valores fuese algo, no ya sólo conveniente, sino necesario e incluso urgente. Entre estas circunstancias pueden señalarse, por ejemplo, la aparición en 1978, por primera vez, de emisiones de Deuda Pública en régimen de Mercado, que atraieron a los bancos extranjeros y a los *broker*, y la supresión de los coeficientes obligatorios de inversión en las cajas de ahorros existentes hasta el momento⁽⁸²⁾.

Este panorama demandaba una expansión de los mercados financieros, al mismo tiempo que daba lugar a una multiplicación de las transacciones realizadas en el seno de los mismos que requerían, a su vez, la articulación de mecanismos que los dotasen de una mayor agilidad. Resultaba fácil además eludir la aplicación de las escasas normas reguladoras de los tradicionales instrumentos de inversión, creándose con ello una inseguridad jurídica que, sobre todo, dejaba desprotegidos a los inversores y ponía con ello en peligro la natural evolución del incipiente desarrollo de la inversión mobiliaria. Para cubrir todas estas necesidades, tras varios esfuerzos, fue promulgada la Ley 24/1988, del Mercado de Valores. Ahora bien, tan importante como ofrecer una completa y adecuada regulación del mercado de valores era que la misma abarcase todos y cada uno de los instrumentos que venían siendo utilizados en el tráfico jurídico para atraer la inversión mobiliaria del público ahorrador. Con este fin, la citada Ley introdujo el concepto “valor negociable”, señalando que, tanto la “negociabilidad”, como la “agrupación en emisiones”, debían entenderse como notas definitorias del mismo. En concreto, fue la nota de agrupación en emisiones la que permitió crear un concepto capaz de englobar a las prácticas e instrumentos surgidos hasta el momento que, aun persiguiendo idénticas finalidades de financiación-inversión que algunos de los tradicionales valores mobiliarios (como las obligaciones), al no ser emitidos en serie, lograban escapar de la normativa reguladora de los valores a los que imitaban⁽⁸³⁾. Puede afirmarse así que es la referida característica de agrupación en emisiones la que dota de autonomía a los valores negociables respecto de los tradicionales valores mobiliarios, erigiéndolos, con ello, en una nueva categoría.

Únicamente, resta ya dar una definición del concepto “valor negociable”. Al respecto, en función de las conclusiones vertidas en lo referente al significa-

(82) ALONSO UREBA, A., “Organización del mercado de valores. Mercado primario y secundario”, en AA.VV., *Derecho del Mercado Financiero. Entidades del Mercado Financiero (control público y crisis), Mercados y Valores* (dir. Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez-Simancas y Fuentes), I-2, Madrid 1994, pp. 311 a 335, especialmente pp. 314 y 316.

(83) *Vid. supra* apartado II.2.B.

do de la negociabilidad y la agrupación en emisiones, es posible afirmar que bajo la referida expresión “valores negociables” han de entenderse incluidos *“aquellos derechos o posiciones jurídicas de contenido patrimonial que, por su configuración jurídica propia, por provenir de un mismo emisor y por perseguir un único propósito de financiación-inversión, están naturalmente dotados para ser objeto de tráfico generalizado, siendo por ello susceptibles de ser admitidos a cotización en un mercado secundario de valores”*. En suma, en atención a los pronunciamientos realizados al respecto desde la Ley 24/1988, es posible defender la existencia de un concepto unitario de valor negociable, válido para todos los ámbitos del mercado de valores, rechazando, en consecuencia, la consideración de que dicho concepto tendrá un significado u otro en función del ámbito del mercado mobiliario al que, en cada caso, se refiera.

III. APROXIMACIÓN AL CONCEPTO DE INSTRUMENTO FINANCIERO

1. Fundamentos de la introducción del concepto “instrumento financiero”

A) La crisis del concepto “valor negociable”.

La necesidad de someter los futuros y opciones a la LMV

El concepto expuesto de valor negociable únicamente resulta sostenible tras la introducción del de instrumento financiero con la misma finalidad delimitadora del ámbito objetivo de aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores.

El vertiginoso desarrollo del mercado de valores producido, en gran parte, gracias a su regulación unitaria y completa a partir de la promulgación de la Ley 24/1988, dio lugar al surgimiento de nuevas figuras, como los futuros y opciones, que difícilmente podían encajar en el concepto de valor negociable, al menos tal y como era delimitado desde la Ley. Precisamente, la forma de emisión establecida como característica de dichos valores, aunque ampliada a la agrupación en emisiones, volvía a erigirse en el principal impedimento para ello. La capacidad delimitadora del ámbito objetivo de los mercados de valores, a los efectos de la aplicabilidad de su normativa reguladora, con la que el concepto “valor negociable” fue introducido por la Ley 24/1988, pronto quedó

así en entredicho. Ciertamente, los futuros y opciones no tienen emisor⁽⁸⁴⁾, por lo que —contradictoriamente con la finalidad pretendida por el legislador— dichos instrumentos, pese a ser el objeto de negociación de los mercados de derivados, en puridad, podían considerarse fuera del ámbito objetivo de la LMV. De esta forma, la ampliación de la “emisión en serie” a la “agrupación en emisiones”, como forma de crear los valores capaz de dotarlos de “fungibilidad” y con ello de “negociabilidad”, pronto manifestó sus limitaciones.

Con ello, para que los valores negociables pudieran seguir cumpliendo con su principal función delimitadora del ámbito objetivo de aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores, la vocación definitoria de dicha categoría con la que la característica de agrupación en emisiones, junto con la de negociabilidad, fue introducida, debía perder relevancia y pasar a un segundo plano. De ahí la confusión existente en la delimitación de los conceptos “valor negociable” y “valor mobiliario”. Tal y como ha sido puesto de manifiesto, fue la característica de agrupación en emisiones la que permitió dotar a los valores negociables de autonomía respecto de los tradicionales valores mobiliarios, de forma que si pronto dicha nota debía perder fuerza en la caracterización de los valores negociables, no es de extrañar que importantes voces doctrinales señalaran que con la dicotomía “valor negociable”/“valor mobiliario” se había introducido una duplicidad terminológica, que sólo servía para añadir complejidad y confusión en un terreno, como el jurídico, y en concreto el financiero, que, ante todo, debe encontrarse presidido por la precisión y claridad⁽⁸⁵⁾.

(84) Esto es destacado, entre otros, por IGLESIAS PRADA, J. L., “El contrato de futuros financieros. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico”, AA.VV., *Los mercados españoles: opciones y futuros financieros* (dir. Emilio Díaz Ruiz y Pablo Larraga), Madrid, 1995, especialmente p. 236; ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *op. cit.*, p. 592 y CAPELLA PIFARRÉ, N., “Contratos de futuros y opciones”, AA.VV., *Instituciones del mercado financiero* (dir. Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez Simancas), VIII, *Contratos sobre valores negociados. Liquidación y compensación bursátil*, Madrid, 1999, pp. 5.177 a 5.212, especialmente pp. 5.188 y 5.189. En general, sobre los futuros y opciones, por todos, *vid.* VALERO LÓPEZ, F. J., *Opciones en instrumentos financieros*, Barcelona, 1988; MARTÍN MARTÍN, J. L., “La cobertura de riesgos de tipos de interés mediante el mercado de futuros”, *Actualidad Financiera*, 1989, pp. 859 a 871; FREIXAS, X., *Futuros financieros*, Madrid, 1990; MARTÍNEZ ABASCAL, E., *Futuros y opciones en la gestión de carteras*, Madrid, 1993; AYELA PASTOR, R. M.^a, *Futuros financieros: características, valoración y evidencia empírica*, Alicante, 1997; MASCAREYAS, J., *Futuros y opciones financieros*, Madrid, 1998, y VALPUESTA GASTAMINZA, E. M.^a, “Los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones, RDBB, n.º 76, 1999, pp. 39 a 63.

(85) En este sentido, por todos, SÁNCHEZ CALERO, F., “Comentario al artículo...”, *cit.*, pp. 36 y 37.

En efecto, la introducción del concepto “valor negociable” encontraba como única justificación su aptitud omnicomprensiva de todos los instrumentos utilizados en la práctica con la finalidad de financiación/inversión a la que tradicionalmente habían servido los valores mobiliarios. Si pronto quedaba de manifiesto la incapacidad de los valores negociables para servir a la finalidad descrita, menor confusión se hubiera suscitado manteniendo como concepto único, capaz de evolucionar conforme lo requieran las circunstancias, al de valor mobiliario.

Aun cuando no tardó en dictarse el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados de futuros y opciones⁽⁸⁶⁾, para que dichos instrumentos no quedasen al margen de la “legalidad”, la defensa de un concepto de valor negociable, como el expuesto, capaz de dotarlo de autonomía respecto de los valores mobiliarios, sosteniendo el alcance definitorio del mismo de la característica de agrupación en emisiones, seguía encontrando un obstáculo que parecía insalvable: la regulación de las anotaciones en cuenta contenida en los artículos 5 a 12 de la LMV. Conforme a la finalidad delimitadora del ámbito de aplicación de la LMV con la que se introdujo el concepto “valor negociable”, todo instrumento representado mediante anotaciones en cuenta debía compartir dicha naturaleza, por cuanto que, entonces, indefectiblemente debía someterse a la LMV, que era donde se contenía, y se contiene, el régimen general aplicable a esta forma de representación⁽⁸⁷⁾. No obstante, ello indefectiblemente debía llevar a catalogar a los futuros y opciones como valores negociables (pues, desde sus inicios, estos contratos se representan mediante anotaciones en cuenta —*vid.* artículo 1.5 del Real Decreto 1814/1991—), con la consiguiente difuminación de la característica de agrupación en emisiones y la indefectible confusión de los valores negociables con los valores mobiliarios que ello traía consigo.

Ciertamente, sobre la base de entender que la regulación de las anotaciones en cuenta, contenida en los artículos 5 a 12 de la LMV, constituye una reglamentación de derecho mercantil general, que atiende a la ley de circulación y al régimen de ejercicio de derechos de crédito y de participación social, no faltaron voces que sostuvieron que no todos los instrumentos representados mediante anotaciones en cuenta participaban de la naturaleza de los valores negocia-

(86) BOE n.º 310, de 27 de diciembre de 1991; corrección de errores en BOE n.º 24, de 28 de enero de 1992.

(87) En este sentido, por todos, *vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *op. cit.*, p. 1.218; DÍAZ MORENO, A., *op. cit.*, p. 362; DOMINGO GONZÁLEZ, V., *op. cit.*, p. 20 y MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEYAS, A., *op. cit.*, pp. 140 a 142.

bles⁽⁸⁸⁾, pero dicha consideración claramente chocaba con la finalidad omni-comprehensiva del ámbito objetivo de aplicación de la LMV que dicha norma atribuyó al concepto “valor negociable” y que constituía además la única justificación de su introducción.

Así las cosas, no faltaron voces entre la doctrina que, realizando un esfuerzo interpretativo, propugnaron que la característica de agrupación en emisiones debía considerarse como sinónima de “homogeneidad” (que sí resulta predicable respecto de los futuros y opciones al tener *estandarizadas* o *normalizadas* sus condiciones —*vid.* artículo 1.2 del Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones—), haciendo la precisión de que, sin embargo, para los valores incluidos en el Real Decreto 291/1992 —todos, menos los futuros y opciones— se hacía igualmente necesario la existencia de un único emisor⁽⁸⁹⁾. Con ello, tampoco es de extrañar que otros sostuvieran la imposibilidad de llegar a un concepto unitario de valor negociable válido para todo el mercado de valores, propugnando que su concreción debía resultar diferente en función del contexto concreto del mercado mobiliario cuya delimitación objetiva se pretendiese⁽⁹⁰⁾. De esta forma, la característica de agrupación en emisiones, tal y como era delimitada desde el Real Decreto 291/1992, sólo debía entenderse predicable respecto del concepto de valor negociable en el contexto del mercado primario, en el que no es posible englobar a los futuros y opciones, por no resultar objeto de emisión.

En la actualidad, tras la introducción del concepto “instrumento financiero” como delimitador, junto con el de valor negociable, del ámbito objetivo de aplicación de la LMV, ya no es necesario forzar una interpretación de la nota de agrupación en emisiones para que instrumentos como los futuros y opciones deban considerarse incluidos [*vid.* artículo 2.2.b) de la LMV]⁽⁹¹⁾. Puede entenderse así que uno de los principales objetivos perseguidos por la reforma operada en este punto fue precisamente el incluir a los futuros y opciones en el

(88) En esta línea, entre otros, *vid.* ESPINA, D., *op. cit.*, p. 217; SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, pp. 637 y 638 y GONZÁLEZ CASTILLA, F., *op. cit.*, p. 233.

(89) En este sentido, por todos, *cfr.* SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, pp. 636 y 637.

(90) *Vid.* los autores citados en la nota 7.

(91) Así lo indican incluso las opiniones doctrinales que en aras de una interpretación acorde con las intenciones del legislador del 88 habían propugnado una interpretación en este sentido (por todos, *vid.* KIRCHNER, P. y SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, p. 60).

ámbito de aplicación de la LMV⁽⁹²⁾, contribuyendo con ello, a su vez, a perfilar el de valor negociable, que, de esta forma, ya no existe inconveniente en entender que constituye un concepto unitario y autónomo al de valor mobiliario, en los términos ya expuestos⁽⁹³⁾.

B) La transposición de la Directiva sobre Servicios de Inversión en el ámbito de los valores negociables (DSI)

Aun cuando, por las razones esgrimidas, parece claro que la inclusión expresa de los futuros y opciones en el ámbito de aplicación de la LMV ha constituido uno de los principales motores de la reforma operada por la Ley 37/1998 en este punto, no parece constituir el único objetivo de la referida novedad. El mismo resultado se podía haber obtenido, sin necesidad de incluir el concepto de instrumento financiero, con el solo hecho de modificar las exigencias requeridas por la característica de agrupación en emisiones, propia de los valores negociables, en el sentido que ya había sido indicado por la doctrina⁽⁹⁴⁾. Sin duda, la opción escogida por el legislador español, de ampliar el ámbito objetivo de la normativa reguladora del mercado de valores, introduciendo, junto con el ya existente de valor negociable, el nuevo concepto de instrumento financiero, ha contribuido a perfilar los contornos delimitadores de los valores negociables, zanjando con ello cualquier duda sobre su caracterización como categoría autónoma y unitaria⁽⁹⁵⁾; pero si se tratara sólo de incluir expresamente a los futuros y opciones, ¿por qué la señalada reforma se ha producido cerca de diez años después desde que surgiera la controversia?

No se puede perder de vista que la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, fue promulgada con la principal finalidad de adaptar nuestra legislación sobre el mercado de valores a la normativa comunitaria existente en dicha materia,

(92) *Ibid.*, p. 59.

(93) Sobre la relación entre ambos conceptos de valor negociable y valor mobiliario *vid. supra* apartado II.2.

(94) *Vid. supra* apartado anterior. En esta línea, KIRCHNER, P. y SALINAS, C., *op. últ. cit.*, p. 60, afirman que, desde un punto de vista teórico, hubiera sido preferible ampliar el concepto de valor negociable, señalando la negociabilidad como su verdadera característica esencial.

(95) *Vid. supra* apartado anterior.

encabezada por la DSI⁽⁹⁶⁾, la cual, concretamente en la Sección B de su anexo, bajo la denominación genérica de “instrumentos”, junto con los valores negociables, incluyó una lista de figuras y prácticas que igualmente debían quedar sometidas a la normativa reguladora del mercado de valores (*vid.* Sección B del Anexo de la DSI). Así, la introducción del concepto “instrumento financiero” ha de entenderse también consecuencia de la transposición a nuestro ordenamiento de la DSI⁽⁹⁷⁾. De hecho, aun cuando sin realizar una transposición literal en este punto⁽⁹⁸⁾, todas y cada una de las figuras relacionadas por la citada norma comunitaria pueden considerarse incluidas en los distintos contratos y prácticas a los que el vigente artículo 2.2 de la LMV hace referencia. Algunas de ellas, además, no reúnen si quiera la característica de negociabilidad⁽⁹⁹⁾, por

(96) Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (DO L 141 de 11 de junio de 1993). En general, sobre la adaptación de nuestro Ordenamiento a la DSI, *vid.* por todos TAPIA HERMIDA, A. J., “La propuesta de Directiva del Consejo relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables”, *RDBB*, n.º 33, 1989, pp. 210 a 214; CALVO DÍAZ, G., “Normativa comunitaria en materia bursátil”, *NOT/CEE*, n.º 82, 1991, pp. 70 a 85; ABELLA SANTAMARÍA, J., “La Directiva relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables y la Ley del Mercado de Valores”, *RDBB*, n.º 53, 1994, pp. 55 a 87 y *La ordenación...*, *cit.*, pp. 183 y ss.; BLANCO ÁLVAREZ, C., “Directiva 93/22/CEE de 10 de mayo relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables”, *Actualidad del Mercado Financiero*, n.º 2, 1994, pp. 1 a 10; VICENT CHULIÁ, E., “Breve memoria explicativa del borrador del Proyecto de Reforma de la Ley del Mercado de Valores”, *RGD*, n.º 603, 1994, pp. 13.073 a 13.081; *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 49, 1995, *passim*; ZUNZUNEGUI PASTOR, F., “Adaptación de la Ley del mercado de Valores a la Directiva de servicios de inversión”, *Derecho de los Negocios*, n.º 56, 1995, pp. 1 a 7; *Cuadernos de la Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 4, 1996, *passim* y SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Razones y problemas de la reforma proyectada de la Ley del Mercado de Valores”, *RDBB*, n.º 62, 1996, pp. 357 a 373.

(97) En el mismo sentido, por todos, *vid.* KIRCHNER, P. y SALINAS, C., *op. cit.*, p. 59.

(98) *Vid. infra* en el texto de este mismo apartado.

(99) Es el caso de los *fra* y los *swaps*, que no son negociables en términos de mercado. En este sentido, por todos, *vid.* KIRCHNER, P./SALINAS, C., *op. cit.*, p. 61; VALENZUELA GARACH, F., “Contratos bancarios de gestión (II)”, en AA.VV., *Derecho mercantil* (dir. Guillermo J. Jiménez Sánchez), II, Barcelona 2000, pp. 516 a 539, especialmente p. 531 y ss., y ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho del mercado...*, *cit.*, p. 594. En general, sobre estos instrumentos, entre otros, *vid.* Instituto de Empresa, *Las operaciones “swap” como instrumento para mejorar la financiación de la empresa*, Madrid, 1985; DÍEZ DE CASTRO, L. y MASCAREYAS, J., “Contratos sobre tipos de interés futuros (F.R.A.) y contratos sobre tipos de cambio futuros (F.X.A.)”, *Actualidad Financiera*, 1989, pp. 1.793 a 1.811; FREIXAS, X., *Riesgo de interés y riesgo de crédito en el contrato “swap”*, Barcelona, 1989; CEA GARCÍA, J. L., *Los contratos de permuta financiera (swaps). Gestión financiera y análisis contable*, Madrid, 1990; COSTA RAN, LL., “El contrato de permuta financiera (swap agreement)”, *RJC*,

lo que para entenderlas sometidas a la normativa reguladora del mercado de valores no hubiera resultado suficiente con la ampliación, o desaparición, de la característica de la agrupación en emisiones como definitoria de los valores negociables.

Sin embargo, aun cuando no exista duda de que la transposición de la DSI a nuestro ordenamiento se encuentra igualmente en la base de la inclusión del concepto “instrumento financiero” como delimitador, junto con el de valor negociable, del ámbito objetivo de aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores, es necesario destacar la existencia de sensibles diferencias, en lo que se refiere a esta cuestión, entre la legislación mobiliaria española y lo establecido al respecto en la normativa comunitaria. Los conceptos “valor negociable” e “instrumento” que se deducen de lo establecido en la DSI no coinciden con los que se infieren de lo dispuesto en la normativa española. A diferencia de lo establecido en la LMV, de la que se deriva que “instrumentos financieros” y “valores negociables” constituyen dos categorías distintas, cuyo único punto de conexión se encuentra en servir para delimitar el ámbito de aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores desde el punto de vista objetivo, la DSI engloba a los valores negociables en el más amplio concepto de “instrumentos” y, respecto de aquéllos —los valores negociables— otorga un concepto más restringido, en el que, de forma expresa, se establece que sólo han de entenderse incluidas las acciones, las obligaciones y los valores asimilados a ambas⁽¹⁰⁰⁾ (*vid.* artículo 1.4 de la DSI), quedando así excluidas las participaciones en fondos de inversión⁽¹⁰¹⁾ [*vid.* apartado 1, letras a) y b), de la sección B

n.º 1, 1990, pp. 55 a 77; DÍAZ RUIZ, E., *Contratos sobre tipos de interés a plazo (FRAS) y futuros financieros sobre intereses*, Madrid, 1993; del mismo autor, “El contrato de swap”, *RDBB*, n.º 36, 1989, pp. 733 y ss., y LAMOTHE, P., *Swaps y otros derivados OTC en tipos de interés*, Madrid, 1996.

(100) En opinión de KIRCHNER, P./SALINAS, C., *op. cit.*, p. 63, ello probablemente se deba a una mala traducción del concepto francés *valeur mobilière*, que, en nuestro ordenamiento no se corresponde con el de “valor negociable”, sino con el de “valor mobiliario”.

(101) En nuestro ordenamiento, dichos instrumentos, las participaciones en fondos de inversión, son expresamente catalogados como valores negociables por el artículo 2.2 del Real Decreto 291/1992. Encajan además perfectamente en la definición transcrita de valores negociables (*vid. supra* apartado II.3). En torno a ellos existía la duda en lo referente a la concurrencia de la nota de la negociabilidad, por cuanto que no existe ningún mercado oficial en el que puedan cotizar. Sin embargo, tal y como hemos definido la citada característica de la negociabilidad, no existe problema en considerarla igualmente predicable respecto de las participaciones en fondos de inversión. Aunque la señalada negociabilidad pueda traducirse en la aptitud del valor en cuestión de constituir objeto de negociación en un mercado secundario oficial, ello no puede hacerse depender de ningún factor extrínseco, ajeno a la naturaleza del instrumento, y tampoco, por tanto, de la existencia de un concreto mercado oficial en el que dicho valor pueda cotizar (*vid. supra* apartado II.1.B).

del anexo de la DSI]. Sin embargo, ello no significa ni que el concepto de valor negociable que se deduce de nuestra normativa deba entenderse alterado, ni que la Ley 37/1998 haya hecho una mala transposición de la DSI en este punto. Por una parte, la propia norma comunitaria, en su considerando undécimo, dispone que las definiciones de instrumentos y valores negociables en ella contenidas “sólo serán válidas para la presente Directiva”, no teniendo así por qué afectar a las definiciones contenidas en el derecho interno de los distintos países miembros⁽¹⁰²⁾. Por otra, el ámbito objetivo de la normativa reguladora del mercado de valores ha sido ampliado exactamente en la dimensión pretendida por la DSI. Ha de entenderse que únicamente es éste el resultado impuesto por la mencionada Directiva y que, por tanto, en lo que se refiere a esta cuestión, la transposición de la misma a nuestro ordenamiento, realizada por la Ley 37/1998, ha sido correcta.

2. Delimitación legal de los “instrumentos financieros”. Valoración crítica y conclusión

Según dispone el artículo 2.2 de la LMV, son instrumentos financieros y quedan, por tanto, sometidos a la normativa reguladora del mercado de valores: en primer lugar, los contratos que sean objeto de negociación en cualquier mercado secundario, con independencia de su carácter oficial o no; en segundo lugar, los contratos financieros a plazo, los contratos financieros de opción y los contratos de permuta financiera, siempre que tengan por objeto valores negociables o cualquier subyacente de naturaleza financiera y aunque no sean objeto de negociación en un mercado secundario —oficial o no— (es decir, opciones, futuros, swaps y fras); y, por último, los contratos distintos a los anteriores que sean susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o no, aun cuando su subyacente no sea financiero, incluidos las mercaderías, las materias primas y cualquier otro bien fungible (haciendo con ello referencia, de forma evidente, a las opciones y futuros sobre cítricos, no incluidos en la DSI⁽¹⁰³⁾).

Lo primero que puede sorprender, tras la lectura del artículo 2.2 de la LMV, es que, en coherencia con lo establecido en la DSI, en el concepto de instrumento financiero se incluyen figuras o contratos, como los swaps y los

(102) KIRCHNER, P./SALINAS, C., *op. cit.*, p. 64.

(103) Al respecto, entre otros, *vid.* COSTA RAN, L., *Futuros y opciones en materias primas agrarias*, Barcelona, 1991.

fras, que no son negociables en términos de mercado ⁽¹⁰⁴⁾. No obstante, la vinculación de un determinado instrumento con el mercado de valores, que evidentemente es lo que ha de determinar su sometimiento a la normativa reguladora de dicho ámbito, no tiene por qué reducirse a los mercados secundarios o primario. Puede existir igualmente respecto de los operadores profesionales, que es precisamente lo que ocurre con los swaps y los fras, por cuanto que los instrumentos sobre los que operan las empresas de servicios de inversión no se limitan a los negociables en algún mercado de índole financiera. Siendo así, no existe ninguna razón que pueda justificar que parte de la actividad llevada a cabo por los operadores del mercado de valores pueda escapar de las normas de conducta y transparencia, y del control ejercido por la CNMV ⁽¹⁰⁵⁾. La normativa del mercado de valores no sólo busca ofrecer una completa regulación de los mercados primario y secundarios, adecuada a la demanda de agilidad y liquidez. La protección de la clientela y, con ello, la seguridad y el control sobre los intermediarios, constituye igualmente una constante en todo el mercado financiero, que se erige además en un factor competitivo de enorme relevancia, sobre todo, en la coyuntura actual en la que cada vez son más las barreras que se suprimen para alcanzar un verdadero espacio único europeo. Se deduce así que la finalidad con la que estos contratos son incluidos en el concepto de instrumento financiero, y con ello en el ámbito de aplicación de la normativa del mercado de valores, es evitar que puedan existir prácticas llevadas a cabo por determinados operadores financieros que queden al margen de las normas de conducta y transparencia existentes en todos los campos del mercado financiero.

Por otro lado, se advierte también que la LMV, para delimitar la nueva “categoría” de instrumentos financieros, utiliza una fórmula híbrida. Ni brinda una definición, ni tampoco, tal y como sí hace la DSI, realiza una enumeración

(104) CACHÓN BLANCO, J.E., “Análisis jurídico de los conceptos...”, *cit.*, 829, sin embargo, da una definición del concepto de instrumento financiero de la que parece deducirse la necesidad de su negociabilidad. Probablemente ello se deba a que la obra citada data de 1996, es decir, es anterior a la promulgación de la Ley 37/1998, que, tal y como ya ha sido apuntado en reiteradas ocasiones, es la norma que introdujo en nuestro ordenamiento el concepto de instrumento financiero como delimitador del ámbito de aplicación de la LMV y su normativa de desarrollo. Tras la entrada en vigor de la citada Ley, es indudable que la negociabilidad en términos de mercado no constituye un requisito ineludible para que un determinado contrato o práctica sea catalogado como “instrumento financiero” y quede sometido a la LMV, pues así se establece expresamente en la letra b) de su artículo 2.2.

(105) En palabras de KIRCHNER, P./SALINAS, C., *op. cit.*, p. 62, se trata de adaptar el ámbito objetivo de la LMV a la constatación práctica de que los instrumentos sobre los que operan las empresas de servicios de inversión no se limitan a los negociados en algún mercado de índole financiera, ya que se considera que todos ellos han de estar bajo el control de la CNMV.

de las concretas figuras que han de entenderse integradas en dicho concepto. Al respecto, el artículo 2.2 contiene tres letras en las que, unas veces, enumera ciertas figuras concretas y, otras, con pretensiones de generalidad, indica ciertas características cuya concurrencia determina la catalogación de la figura como instrumento financiero, huyendo de la referencia expresa a la denominación de prácticas ya existentes, que claramente subyacen en tales indicaciones. El legislador español ha querido así hacer alarde de una mayor abstracción, sin duda, con el objetivo de impedir que, introduciendo ciertas desviaciones respecto de algunas de las figuras ya existentes, se pueda eludir la aplicación de la LMV y su normativa de desarrollo. No obstante, con la fórmula utilizada no es posible asegurar que ello no pueda suceder. Para algunos, si se ha introducido el concepto “instrumento financiero” a modo de cláusula de cierre para que todas y cada una de las prácticas llevadas a cabo por las empresas de servicios de inversión hayan de someterse a la LMV y al control de la CNMV, más claro y efectivo hubiera resultado haberlo precisado así, estableciendo que por instrumento financiero ha de entenderse todo aquello que, sin ser valor negociable, sea objeto de la actividad de unas empresas de servicios de inversión⁽¹⁰⁶⁾. No obstante, no parece que sea fácil buscar una definición infalible a posibles “artimañas” para eludir los controles establecidos desde la LMV.

En un campo como el del mercado de valores, caracterizado por su constante evolución a un ritmo vertiginoso, intentar buscar nuevos conceptos que, perfectamente perfilados, cumplan una función permanentemente omnicomprendensiva de su ámbito objetivo, puede resultar un tanto estéril. Estamos además en un ámbito del Derecho, y concretamente del Derecho mercantil, en el que las modificaciones legislativas han sido y son constantes y en el que, por tanto, no debe asustar ni sorprender la certeza de que pueda llegar un momento en el que ciertos conceptos legales se queden obsoletos o resulten insuficientes. Por supuesto, no por ello hay que renunciar a intentar dotar de cierta generalidad y permanencia a aspectos tan importantes como la delimitación del ámbito objetivo de aplicación de la legislación sobre el mercado de valores, que, además, para la verdadera eficacia de todos los demás aspectos legales, es obvio que requiere servirse de conceptos “estables” a la vez que flexibles. Desde esta perspectiva, que el legislador español huya de la excesiva concreción utilizada por la DSI en este punto, cuando enumera las figuras y caracteres que determinan la existencia de un instrumento financiero, sometido, por tanto, a la LMV y su normativa de desarrollo, parece algo merecedor de un juicio positivo. Ciertamente, la fórmula utilizada podría haberse simplificado, estableciendo, por ejemplo, que instrumento financiero es todo contrato que, o bien sea susceptible de negociación en cualquier tipo de mercado, o bien cuente con un subyacente

(106) *Ibid.*, p. 66.

de naturaleza financiera, o que reúna ambas cualidades. No obstante, que además se haya hecho referencia expresa a figuras como los futuros y opciones tampoco es algo que carezca de cierta utilidad. La aparición de estos últimos instrumentos citados, que debían entenderse sometidos a la LMV, pero que, de forma clara, no reunían una de las características definitorias de los valores negociables (la de agrupación en emisiones), hizo tambalear los contornos de dicho concepto, dificultando con ello su concreción⁽¹⁰⁷⁾. De esta forma, la inclusión expresa de los futuros y opciones entre los “instrumentos financieros” acaba con cualquier intento de caracterizarlos como valores negociables, contribuyendo así a perfilar las líneas delimitadoras de éstos. De lo contrario, dados los esfuerzos realizados desde la doctrina para encajar a los futuros y opciones en la categoría de los valores negociables, podía seguir suscitándose la cuestión de la caracterización de dichos contratos como valores negociables o como instrumentos financieros⁽¹⁰⁸⁾. Pero ello sólo sería posible mediante la desvirtuación de la característica de agrupación en emisiones, que es además la que verdaderamente da lugar a que los valores negociables constituyan una nueva categoría, al dotarlos de autonomía respecto de los tradicionales valores mobiliarios⁽¹⁰⁹⁾.

De esta forma, no existe ya ningún obstáculo en entender que los valores negociables se definen, además de por la negociabilidad, por la nota de agrupación en emisiones y, con ello, en afirmar que constituyen una categoría autónoma, tanto de los valores mobiliarios, como de los instrumentos financieros. Es posible hoy encajar dicha consideración con todos los pronunciamientos vertidos desde la ley sobre la caracterización de los valores negociables, y ello a partir de la inclusión del concepto de instrumento financiero como igualmente delimitador del ámbito objetivo de aplicación de la LMV y gracias también a la expresa aclaración de la inclusión en dicho nuevo concepto de los futuros y opciones⁽¹¹⁰⁾. Únicamente es posible objetar que, tras la reforma operada por la Ley 37/1998, la LMV siga sin “atreverse” a incluir una definición clara de los valores negociables, que es algo que, además de resultar más fácil desde la introducción del concepto “instrumento financiero”, ayudaría, sin duda, a perfilar a este último, pues, a diferencia de lo establecido en la DSI, para la LMV valores negociables e “instrumentos financieros” constituyen dos categorías diferentes, cuya única conexión se encuentra en compartir la finalidad delimitadora del ámbito de aplicación de la normativa mobiliaria⁽¹¹¹⁾.

(107) Vid. *supra* apartado III.1.A.

(108) *Ibidem*.

(109) Vid. *supra* apartado II.3.

(110) Vid. *supra* apartado III.1.A.

(111) Vid. *supra* apartado III.1.B.

CRÓNICA

EL BUEN GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES EN EUROPA

**(A propósito del Estudio comparativo de los códigos
de conducta existentes en los Estados miembros de la UE
realizado a instancias de la Comisión europea
por el Estudio Jurídico Weil, Gotshal & Manges)**

CARMEN ALONSO LEDESMA

*Catedrática de Derecho Mercantil.
Universidad Complutense*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. FINALIDAD Y ESTRUCTURA DEL ESTUDIO.
- III. LOS CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS Y SU CONTENIDO.
 - 1. **Elenco y características de los códigos.**
 - 2. **Marco económico y jurídico en el que los códigos se insertan.**
 - 3. **El Órgano de Administración.**
 - A) Estructura, composición y funciones.
 - B) Remuneración de los consejeros y evaluación de su actuación.

4. Intereses de los accionistas e intereses de los *stakeholders*.

- A) Interés social y *stakeholders*.
- B) La tutela de los intereses de los accionistas.

5. Transparencia y grado de cumplimiento de los códigos.

IV. CONSIDERACIONES FINALES.

I. INTRODUCCIÓN

Antes de que aparecieran en el horizonte americano, e incluso europeo, los recientes escándalos protagonizados por importantes empresas cuyas acciones cotizan en Bolsa y, con ellos, la necesidad acuciante de revisar las reglas (legales o no) por las que tales empresas se han venido rigiendo hasta el presente, la Comisión europea había decidido encargar a un prestigioso despacho de abogados internacional (*Weil, Gotshal & Manges LLP*) un estudio comparativo de los códigos de buen gobierno existentes en los Estados miembros de la Unión con el objetivo de comprobar cuál era en Europa la situación respecto al gobierno de las sociedades que hacían un llamamiento al ahorro público para su financiación, tras la proliferación de tales códigos en la década de los noventa.

Esta no ha sido, desde luego, la única vez que en los últimos tiempos la Comisión ha recurrido a un despacho profesional para conocer el estado de la cuestión del *corporate governance* en Europa. Ya en 1995 encargó a la consultora *Ernst & Young* la elaboración de un informe acerca de las medidas que se deberían adoptar en relación con la gestión de las sociedades, aunque el enfoque en aquella ocasión era diferente. En este informe⁽¹⁾, en efecto, si bien se hacía un análisis de los principales puntos que tradicionalmente se agrupan bajo esta denominación de *Corporate Governance*, el objetivo final del mismo era formular una serie de propuestas (esencialmente desregulatorias de materias básicas, como la tutela de la minoría o de los acreedores) con el fin de procurar una flexibilización del régimen de la anónima cotizada que hiciera posible la creación de un mercado financiero europeo eficiente. En el que ahora se comenta, en cambio, aunque el análisis está centrado también sobre los distintos aspectos del gobierno de las sociedades, no se trata de proponer ningún tipo de

(1) *The simplification of the Operating Regulations for Public Limited Companies in the European Union, Final Report*, diciembre de 1995.

medida al respecto sino, fundamentalmente, de conocer las coincidencias y divergencias existentes entre la multiplicidad y heterogeneidad de códigos de conducta que existen en los Estados miembros (se han identificado más de 30 códigos de distinto origen y contenido) y detectar en qué medida las eventuales disparidades existentes entre ellos pueden poner en peligro la creación de ese mercado financiero europeo único, aspiración que, como se sabe, figura entre las incluidas en el Plan de Acción para los Servicios Financieros publicado en mayo de 1999.

A nadie se le oculta, en efecto, y así ha sido puesto de relieve por la Comisión ⁽²⁾, que las posibles disparidades en el gobierno de las empresas puede obstaculizar gravemente ese objetivo al generar numerosas incertidumbres e inseguridades tanto para los emisores de valores como para los inversores. Para los primeros, porque la colocación de valores en distintos mercados europeos puede suponer el tener que cumplimentar requisitos de carácter diverso derivados de las diferentes prescripciones contenidas en los códigos ya que no hay que olvidar que, aunque todos esos códigos y las recomendaciones en ellos contenidas tienen una base sustancialmente común, también se ven influidos por las tradiciones económicas y jurídicas propias de cada país lo que, inevitablemente, introduce disparidades entre los mismos. Para los inversores, porque esas disparidades podrían conducir a que no gozaran de los mismos derechos en los distintos mercados europeos en los que operaran.

Es por ello por lo que la Comisión consideró necesario conocer a través de este estudio cómo son dirigidas y controladas en la UE las sociedades cotizadas para delimitar, entre esta maraña de códigos de conducta, las líneas básicas por las que se orientan. Con ese limitado propósito, pues, en el estudio se lleva a cabo un amplio trabajo de campo en el que no sólo se tienen en cuenta los diversos códigos publicados hasta el momento en los Estados miembros y su distinta procedencia, sino también los publicados por organizaciones pan-europeas [*Euroshareholders Corporate Governance Guidelines*, elaborado por “The European Shareholders Group” (febrero de 2000), y el “*EASD Corporate Governance: Principles and Recommendations* elaborado por la “European Association of Securities Dealers” (mayo de 2000)] o internacionales [*OCDE Principles of Corporate Governance* (mayo de 1999) y el “*ICGN Statement on Global Corporate Governance Principles* elaborado por el “International Corporate Network” (julio de 1999)], así como el marco legal o reglamentario en que los mismos se insertan, referencia obligada para comprender su contenido y alcance y permitir, al mismo tiempo, el análisis comparativo.

(2) Presentación del Estudio Comparativo de los Códigos de Gobierno Corporativo relevantes para la UE y sus Estados miembros, hecho público el 27 de marzo de 2002, disponible en www.europa.eu.int/comm/internal_market.

Para lograr este objetivo, en el estudio se procede, en primer término, a identificar qué es lo que por *Corporate Governance Code* debe entenderse, toda vez que aunque esta expresión se utiliza profusamente en todos los países de la Unión, no siempre se hace con el mismo significado y alcance⁽³⁾. Así, y a los efectos de este estudio, un código sobre el gobierno de las sociedades se define como “un conjunto sistemático de principios, buenas prácticas, standards de conducta y/o recomendaciones emitidas por un grupo, comisión, comité o asociación y cuyo contenido, referido al gobierno interno de las corporaciones (incluidas materias tales como el tratamiento de los accionistas, la organización y puesta en práctica de la supervisión en el seno del consejo de administración y la transparencia corporativa), no es ni legal ni contractualmente obligatorio”.

Partiendo de esta definición, pues, se ha realizado una recopilación de cuantos códigos encajaran en la misma contando para ello con la información suministrada por el *European Corporate Governance Network* y por los representantes de los Estados miembros en la *Federation of European Stock Exchanges (FESE)* y en el *Forum of European Security Commissions (FESCO)* acerca de los códigos existentes en cada uno de sus países, información corroborada por los corresponsales designados en cada uno de los Estados miembros⁽⁴⁾, a fin de tener la plena seguridad de que se disponía de todos los códigos publicados para proceder a su adecuada sistematización y valoración.

Finalmente, el análisis realizado se completó con la celebración de una mesa redonda con los representantes de algunas de las principales empresas cuyas acciones cotizan en Bolsa⁽⁵⁾ para conocer sus opiniones acerca de los

(3) La denominación *Corporate Governance* que en las últimas décadas ha hecho fortuna en todos los ámbitos y latitudes carece de un sentido jurídico preciso y, por tanto, es susceptible de agrupar una variedad de materias que aunque referidas, esencialmente, a la organización interna y al control del poder en las sociedades cotizadas, pueden no resultar absolutamente coincidentes en todos los países. De hecho, en los códigos que han sido objeto de comparación en el estudio que comentamos no existe un criterio homogéneo a la hora de definir qué ha de entenderse por *Corporate Governance*, como se comprueba en la Tabla I en la que se incluyen algunas de las definiciones que acerca de esta sintética expresión se contienen en aquellos. Así, aunque la definición más común y la más utilizada sea la proporcionada por el *Cadbury Report* (quizás por ser el pionero) que considera que los términos *Corporate Governance* se refieren “al sistema por el cual una empresa es dirigida y controlada”, no faltan otras que hacen referencia a la “supervisión” de la sociedad o de los ejecutivos, o al sistema legal, reglas, procedimientos y conductas del sector privado, o hablan de gobierno societario abarcando las relaciones entre los accionistas, *stakeholders*, administradores y ejecutivos.

(4) Las listas de los representantes y corresponsales consultados se incluyen en el informe como Anexos II y III, respectivamente.

(5) La empresa española de referencia fue INDITEX.

códigos de conducta y la posible incidencia, positiva o negativa, que los mismos pudieran tener en la colocación de sus valores en los mercados europeos.

Sobre la base de toda esta información, el estudio suministra un completo panorama de cuál es el estado de la cuestión en los quince Estados miembros de la UE y se obtienen las correspondientes conclusiones acerca de todos los extremos examinados. Conclusiones que, desde luego, no constituyen una novedad para todo aquél que haya seguido mínimamente el debate que desde hace algunos años se viene desarrollando en USA y en Europa acerca de la organización interna y de la estructura del poder en la gran sociedad anónima y que, por otra parte, no hacen sino confirmar lo que ya algunos dijimos hace tiempo⁽⁶⁾ y la evolución posterior de los hechos ha confirmado: la inutilidad de los códigos de conducta, por sí solos, para resolver los problemas que el gobierno de la gran sociedad anónima de nuestro tiempo plantea.

Sin embargo, y a pesar de que el contenido del estudio no aporte significativas novedades, no cabe duda de que el mismo presenta un interés objetivo como fuente de información al proporcionar una recopilación completa de materiales hasta entonces dispersos y que ahora se presentan de manera sistemática por materias y en ilustrativos cuadros comparativos lo que, indudablemente, constituye un valioso instrumento para seguir profundizando en el debate que en torno al gobierno corporativo se mantiene vivo en todos los ámbitos (nacionales, regionales e internacionales). De hecho, como la propia Comisión ha desvelado⁽⁷⁾, el estudio servirá, entre otros materiales, de base de discusión para el Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades, nombrado por el Comisario BOLKESTEIN en septiembre de 2001, para formular a la Comisión las recomendaciones necesarias para modernizar el Derecho de Sociedades en la UE.

A continuación destacamos los aspectos más relevantes del repetido estudio siguiendo para ello un esquema semejante al que en él se mantiene.

II. FINALIDAD Y ESTRUCTURA DEL ESTUDIO

Como ya se ha indicado, la finalidad del estudio es muy limitada toda vez que lo que se persigue es, simplemente, poner de manifiesto las analogías y

(6) ALONSO LEDESMA, C., "El Papel de la Junta General en el gobierno corporativo de las sociedades de capital" en Esteban Velasco (coordinador), *El Gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, 1999, pp. 615 y ss. Vid. igualmente el resto de los trabajos contenidos en este volumen.

(7) Vid. *supra* nota 2.

diferencias existentes entre los distintos códigos de buen gobierno societario emanados de diversos colectivos en los países de la UE, enmarcándolos en el contexto legal o reglamentario correspondiente, pero sin realizar un análisis completo de la materia, como hubiera sido de desear. Tal análisis, que hubiera arrojado mucha más luz sobre las complejas cuestiones que se anudan en torno al *corporate governance*, no se ha realizado, con lo que la utilidad del estudio queda sustancialmente mermada al suministrarse en el mismo una visión extremadamente general (y por ello, muy simple) tanto del contenido de los códigos como de los sistemas legales en los que los mismos se insertan.

El trabajo comienza con unas consideraciones introductorias en las que se describe la finalidad que se persigue con su realización y la metodología empleada para llevarlo a cabo en los términos anteriormente señalados, para continuar con la identificación de los códigos que se han tenido en cuenta para el análisis, el organismo que lo ha publicado, el método empleado para su elaboración, los objetivos perseguidos y los mecanismos diseñados para su cumplimiento.

Acto seguido se procede al análisis comparativo que se centra en tres aspectos básicos: en el tratamiento dado a los accionistas (materias sometidas a su conocimiento, participación en la junta, protección de sus derechos) y a los *stakeholders* (consideración o no de los variados intereses que bajo esta abreviada denominación se agrupan); en la estructura y organización del consejo de administración (tamaño, composición, independencia de los consejeros, criterios de selección, establecimiento de comités y remuneración) y en la ejecución y grado de cumplimiento de los Códigos, para finalizar con unas conclusiones acerca de las divergencias y convergencias existentes entre todos los examinados respecto a las materias consideradas en ellos, seguidas de una breve exposición acerca de las tendencias actuales y las perspectivas de desarrollo del conjunto de los temas tratados.

El estudio, finalmente, se acompaña de una serie de anexos en los que además de figurar la lista de códigos relevantes para la UE y sus Estados miembros (anexo I) y los organismos y personas consultadas (anexos II y III), como ya se dijo, también se adjunta un sucinto resumen por países del Derecho positivo relativo al gobierno de las sociedades, así como del código o códigos que se han publicado en cada uno de los Estados miembros aludiendo a su proceso de gestación y a su contenido y su vigencia (anexo IV) y un conjunto de cuadros o tablas comparativas de todos los códigos examinados que finaliza con una enumeración, calificada de parcial pero bastante exhaustiva, de las Guías y Códigos de buenas prácticas existentes en el mundo, lo que da idea de la repercusión que la elaboración de tales códigos ha tenido en esta época globalizadora, ya que países tan diferentes como China, Kenia, Corea del Sur, Sri Lanka o Tailandia, entre otros, también tienen su Código de buen gobierno societario.

III. LOS CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS Y SU CONTENIDO

1. Elenco y características de los códigos

Partiendo de la definición de código de buenas prácticas anteriormente reseñada, en el estudio se han identificado 35 documentos que encajan dentro de dicha definición lo que, de entrada, denota una abundancia excesiva de este tipo de normas de conducta cuya distribución no es, además, uniforme en todos los Estados miembros.

En efecto, frente a Austria y Luxemburgo, únicos países que carecen (al menos hasta la fecha de cierre del trabajo) de un código de buenas prácticas, hay algunos como Bélgica que tienen cuatro (dos de los cuales han sido refundidos en uno solo: el denominado “*Dual Code*”) y otros que cuentan con tres, caso de Francia, Alemania y Holanda, o con dos, como Dinamarca, Finlandia y Grecia, pero la palma se la lleva el Reino Unido en donde existen nada menos que 11 códigos, aunque algunas de las recomendaciones contenidas en los más representativos (*Cadbury*, *Greenbury* y *Hampel*) hayan sido fusionadas en el llamado *Combined Code*, manteniendo el resto de los Estados miembros un solo código.

Esta multiplicidad de códigos de variado contenido unida a la diversidad de sus organismos emisores, que abarcan desde entidades gubernamentales o cuasi-gubernamentales a asociaciones de inversores, empresarios o administradores, pasando por comisiones de todo tipo designadas o no por el Gobierno correspondiente o las Bolsas de Valores e integradas por miembros pertenecientes a distintas instituciones o asociaciones, hace que sea difícil extraer alguna conclusión relevante respecto a la situación del *corporate governance* en Europa o respecto a los esfuerzos de reforma surgidos en algunos Estados miembros, como se reconoce en el propio informe. Y ello porque, de un lado, muchas de las recomendaciones o principios que se recogen en algunos de esos códigos ya están legalmente establecidos en el Derecho positivo de otros países (caso de Suecia y Alemania, por ejemplo) y, de otro, porque distintos Estados miembros están inmersos, o lo han estado recientemente, en un proceso de reforma del Derecho de Sociedades lo que, a veces, es consecuencia de la existencia de los códigos pero también, a veces, la propia existencia de estos códigos puede producir el efecto contrario, esto es, impedir o retrasar una reforma legal.

Sea como fuere, lo cierto es que la diversidad que se aprecia en el contenido también se manifiesta en los objetivos perseguidos por los códigos así como en los mecanismos arbitrados para controlar su cumplimiento y en el “status” oficial alcanzado por cada uno de ellos que varía sustancialmente de unos a otros, aunque, claro está, siempre teniendo en cuenta que todos ellos, sin excep-

ción, pretenden lograr metas comunes (la mejora del gobierno de las sociedades y, consecuentemente, su control) sea directa o indirectamente, y se caracterizan por ser de adopción voluntaria.

Por lo que respecta a los objetivos perseguidos por los códigos se comprueba, a través de la síntesis que de los mismos se hace, algo ya muy conocido: que el objetivo fundamental que subyace en todos ellos es el de conseguir un mayor y mejor control y supervisión de quienes desempeñan puestos ejecutivos en el consejo de administración, objetivo asociado con otros como el de perseguir el interés de los accionistas centrado en la consecución de la “maximización del valor”, que ahora se erige en principio rector de la actuación de los administradores, aunque también se pretenda no descuidar los intereses de los *stakeholders*, o se intente lograr una mayor competitividad de la sociedad y/o su acceso al mercado de capitales mediante una mejora en la actuación de la compañía a través de la adopción de las buenas prácticas de gobierno societario que se proponen. Lo que varía según procedan los códigos de unas u otras instancias es la perspectiva adoptada para lograrlo. Mientras que en los que proceden de las asociaciones o grupos de empresarios se focaliza la atención, sobre todo, en la estructura del consejo y en su labor de supervisión, en los provenientes de las asociaciones de inversores se hace mayor hincapié en que la actuación de los directivos debe orientarse predominantemente a conseguir el interés de los accionistas; y el logro de una mayor competitividad y mejor acceso a las fuentes de financiación es la perspectiva dominante en los que proceden de entidades gubernamentales.

En cuanto a los mecanismos arbitrados para su cumplimiento, el hecho de que las sociedades no se vean compelidas imperativamente a seguir las recomendaciones o buenas prácticas contenidas en los códigos, dado su carácter absolutamente voluntario, no impide que, dependiendo del país y del emisor, esas sociedades puedan verse más o menos constreñidas a cumplir con las prescripciones de tales códigos, lo que, como se verá, no deja de tener importancia a la hora de poner en práctica medidas que, si bien de forma indirecta, pretenden potenciar la adopción de las reglas de conducta contenidas en los códigos.

Puede apreciarse así que en los emanados de organismos más o menos “oficiales” o de Comités próximos a las Bolsas de Valores se prevé el suministro de una información sobre la base del “*comply or explain*”, es decir, información sobre el cumplimiento de los principios contenidos en el código y explicación o justificación, en su caso, de los motivos por los que no se cumple alguno o algunos de ellos. Este es el caso del Informe de la Comisión Korby de Dinamarca, del Código de la Comisión Cromme de Alemania o del Informe Preda de Italia y, desde luego, de los pioneros Informes Cadbury y Greenbury del Reino Unido, hoy refundidos en el *Combined Code*. Es más, en algunos

ordenamientos como el del Reino Unido el suministro de esta información se exige entre los requisitos de admisión a cotización de los valores en la Bolsa de Londres. Esto no significa que el carácter voluntario del código haya cambiado por ello, ya que lo único que se exige es que se informe si se siguen o no las prescripciones del código y, en este último caso, que se indiquen las razones por las que no se hace o por las que se siguen prácticas distintas a las consignadas pero qué duda cabe que esta obligatoria transparencia ejerce una poderosa presión para que se sigan las prácticas recomendadas en los códigos. De hecho, la *Financial Services Authority* encargada de comprobar el cumplimiento por las sociedades de los requisitos exigidos por la Bolsa de Londres para la admisión a cotización no ha sancionado todavía a ninguna compañía por falta de la información requerida por el Código Combinado. Si ha habido problemas de transparencia éstos han sido solucionados mediante conversaciones con las sociedades implicadas sin que haya habido necesidad de imposición de sanciones. En cualquier caso, como luego veremos al examinar el grado de cumplimiento, habrá que verificar si se trata más de un cumplimiento formal que sustancial.

Otros códigos que también podrían entrar dentro de esta categoría se limitan, en cambio, a recomendar el suministro de una voluntaria información acerca del cumplimiento de las prescripciones (este es el caso de quince de los treinta y cinco códigos identificados, entre ellos, el Informe Olivencia, el *Peters Report* holandés, o los Informes Vienot I y II franceses) con lo que, evidentemente, el grado de cumplimiento aunque sólo sea formal es sustancialmente menor como tendremos ocasión de comprobar.

En el caso de los códigos emanados de asociaciones de inversores, los mecanismos arbitrados para fomentar su cumplimiento difieren, ya que, en general, se trata de medios indirectos de presión para lograr ese objetivo. Así, en algunos de estos códigos se recomienda a los miembros pertenecientes a esa asociación que seleccionen sus inversiones y, en su caso, adopten las decisiones correspondientes a través del ejercicio de su derecho de voto, en función del cumplimiento de las sociedades con los criterios de buen gobierno mencionados en ese código. Este es el caso de las *Hellebuyck Commision Recommendations* (Francia), las *IAIM Guidelines* (Irlanda), la *Swedish Shareholders Association Policy*; *AUTIF Code*, *NAPF Corporate Governance Code*, *PIRC Guidelines* y *Hermes Statement* (todos ellos del Reino Unido) o el *SCGOP Handbook & Guidelines* (Holanda). En otras ocasiones, también los códigos provenientes de accionistas o de asociaciones de éstos confían en la transparencia informativa alentando a las sociedades a desvelar voluntariamente sus prácticas de gobierno societario usando el propio código elaborado por la asociación u otro como punto de referencia. Este es el caso del *Danish Shareholders Association Guidelines* y del ya citado *SCGOP Handbook & Guidelines* holandés.

De las asociaciones de administradores sólo ha surgido un código: *The Director's Charter* (Bélgica) cuya única pretensión es proporcionar a los *Directors* unas pautas de comportamiento para el desarrollo de sus funciones y alentarles a que sigan aquellas prácticas que suponen un buen cumplimiento de las tareas asignadas al consejo de administración.

Finalmente, los códigos provenientes de organismos gubernamentales o cuasi-gubernamentales también recomiendan la voluntaria información acerca de las prácticas de buen gobierno seguidas por las sociedades. Así, *el Ministry of Trade & Industry Guidelines* (Finlandia), las Recomendaciones de la Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios (Portugal), *Recommendations of the Belgian Banking & Finance Commission* (incluidas ahora como Parte II del *Dual Code*), sin perjuicio de que algunos como el *Mertzanis Report* (Grecia) señalen que sus recomendaciones pueden servir de base para una reforma legal.

De todos estos códigos se ofrecen en el informe unas tablas en las que figuran sistematizados por países y por tipos de emisores indicando, en este último caso, el mecanismo de cumplimiento que figura en ellos. Asimismo, también aparecen sistematizados de la misma forma los códigos emitidos por organismos pan-europeos o internacionales, lo que permite comprobar que no existen sustanciales diferencias entre unos y otros en función de su carácter nacional, regional o internacional, sino en función del organismo del que procede el código: asociación de inversores u organizaciones intergubernamentales.

2. Marco económico y jurídico en el que los códigos se insertan

Cualquier análisis comparativo en materia de gobierno societario que pretenda ser fiable no puede dejar de tener en cuenta la diversa estructura de la propiedad accionarial y las diversas condiciones sociales, económicas, legales y políticas existentes en los distintos países que han elaborado un código de buenas prácticas ya que las divergencias entre ellos son resultado, en buena medida, precisamente, de esa diferente estructura socio-económico-política. Por este motivo, en el informe elaborado por *Weil, Gotshal & Manges* se ha tenido en cuenta este diverso marco poniendo de relieve, de un lado, los dos diferentes modelos a los que se pueden reconducir los ordenamientos jurídicos de los Estados miembros y, de otro, el distinto grado de concentración de la propiedad accionarial existente en unos y otros países.

Se pone así de manifiesto que los ordenamientos prototípicos de los modelos existentes en la Unión Europea son, como es sobradamente conocido, el alemán y el de Gran Bretaña. El primero caracterizado por la cooperación y el consenso reflejado sobre todo en la estructura dualista del órgano de administración y en la participación de los trabajadores en la gestión y, en consecuen-

cia, en el suministro de una mayor información a éstos acerca de la situación económica y financiera de la sociedad, así como de las eventuales modificaciones estructurales a realizar, mientras que el segundo se caracteriza por una clara orientación hacia el mercado y la competencia. Asimismo, el grado de concentración de la propiedad no deja de corresponderse, en cierta medida, con los modelos descritos, ya que mientras en Alemania, Austria y, en general, en la mayoría de los países continentales más de la mitad de las sociedades industriales cotizadas tienen accionistas de control que ostentan el 50% o más de la titularidad de las acciones, en el Reino Unido la propiedad de las acciones ha estado tradicionalmente mucho más dispersa, siendo más infrecuente la existencia de accionistas de control.

Como no podía ser de otra manera, las diferencias indicadas deberían incidir en los modelos de *corporate governance* ya que difícilmente puede hablarse de la existencia de un modelo universalmente válido para todo tipo de sociedades y, consecuentemente, esas diferencias deberían reflejarse en el contenido de los códigos de conducta, lo que sólo en muy escasa medida se ha producido.

No es descubrir nada nuevo, en efecto, que en lo que se podría considerar como modelo anglosajón existe una clara orientación hacia el mercado para obtener financiación, con predominio de los accionistas “externos” (accionistas dispersos) y enfocado hacia ellos en cuanto suministradores del capital de riesgo. Por contra, en el modelo alemán (y sus derivados) existe una orientación hacia la banca como suministradora de capital, un dominio de los accionistas “internos” (accionistas de control) y un enfoque tendencial hacia la contemplación de los intereses de los “*stakeholders*”.

Partiendo de esta base, pues, no resulta extraño que en aquellos Estados miembros en los que existe mayor dispersión accionarial y, por tanto, disociación entre propiedad y control, se tienda, fundamentalmente, a arbitrar en los códigos medidas dirigidas a controlar a los “*managers*”, focalizando la atención en la estructura del órgano de administración (sea monista o dualista) para conseguir que aquéllos a los que se encomienda la tarea de supervisión sean capaces de expresar un punto de vista objetivo al margen de los miembros ejecutivos, intentando, además, que los accionistas participen con su voto mientras que, por el contrario, en aquellos otros en que existe concentración accionarial a lo que se tiende o más bien debería tenderse es a procurar la tutela de la minoría asegurando un tratamiento igualitario y procurando que los accionistas de control no ejerzan una influencia, sea directa o indirecta, sobre los administradores ejecutivos o no ejecutivos.

A pesar de las divergencias mencionadas que quedan patentes en una tabla en la que se indica el número de sociedades cotizadas por países y los porcenta-

jes de control existentes en cada uno⁽⁸⁾, se llega a la conclusión en el informe que comentamos de que no se debe hacer excesivo hincapié en esas disparidades, las cuales, si bien no dejan de tener interés, en el fondo oscurecen el continuo ajuste de los sistemas de gobierno societario y “tienden a polarizar la discusión acerca del *corporate governance* de una manera cuyo valor resulta cuestionable”⁽⁹⁾. Y ello, fundamentalmente, porque —se dice—, de un lado, el Derecho básico de sociedades de capitales ha alcanzado un importante grado de uniformidad y es muy probable que continúe convergiendo y, de otro, porque la financiación de las empresas a través del recurso al ahorro público, gracias a la confianza generada en los inversores, está desbancando en toda Europa a la financiación a través de la banca que tradicionalmente ha existido en muchos lugares, con el consiguiente aumento de la dispersión accionarial⁽¹⁰⁾.

Pues bien, aun cuando las precedentes afirmaciones puedan ser admitidas en términos generales creemos, sin embargo, que las mismas deben ser matizadas y objeto de cierta relativización.

Es cierto que la creciente globalización que nos envuelve hace que exista cada vez más una semejanza entre todos los ordenamientos, y no sólo europeos, lo que resulta perfectamente comprensible habida cuenta que los problemas que se plantean a las sociedades cotizadas (que es la cuestión que aquí se dilucida) son muy parecidos en todos los países. Esta similitud no impide, sin embargo, que sigan existiendo todavía diferencias importantes entre los diversos ordenamientos, como queda patente en el propio informe, y que tales diferencias deban ser tenidas en cuenta a la hora de elaborar las reglas de buen gobierno, lo que no siempre ha sucedido. Porque también es cierto que, circunscribiéndonos exclusivamente a Europa, la iniciativa de la elaboración de los códigos de conducta ha partido de aquellos países en los que siempre ha existido un mercado de valores líquido y profundo con una gran dispersión de accionistas, esto es, del Reino Unido, y que muchos de los países europeos con mercados muy pequeños, poco líquidos y poco profundos, se han lanzado a la moda de los códigos imitando el modelo anglosajón sin tener en cuenta la diversa realidad económica y jurídica existente en esos países concretos y, sobre todo, sin tener en cuenta que la “auto-disciplina” o el “auto-control” puede funcionar en determinados lugares con una específica cultura y no en otros. De ahí que no pueda compartirse totalmente la afirmación de que “*Anglo-Saxon vs. Continental*” polarice la discusión del gobierno societario con un valor cuestionable, como se indica en el informe. Y ello porque no se trata de polarizar la discusión en torno

(8) Tabla K, p. 31.

(9) Informe, p. 32.

(10) Id., p. 29.

a las posibles divergencias existentes entre unos y otros ordenamientos, sino de poner de relieve las diferencias no sólo jurídicas sino, fundamentalmente, económicas y sociales que existen entre ellos. Baste con señalar que mientras en el Reino Unido existían, en el año 2000, 1926 sociedades cotizadas en las que un porcentaje del 97,6 del capital estaba en manos de accionistas dispersos, en Austria, con 97 sociedades cotizadas, ese porcentaje se reducía al 32%, y en Bélgica, con 161 sociedades cotizadas, al 34,3%⁽¹¹⁾. Estos datos hablan por sí solos para mostrar la diversa realidad sobre la que los códigos de conducta, sustancialmente idénticos, proyectan sus recomendaciones sin tener en cuenta, en la mayoría de los casos, esas diferencias que exigirían, lógicamente, también un trato diferente.

De otra parte, porque es una apreciación muy relativa y, por tanto, de escasa consistencia, como la realidad actual ha venido a poner de manifiesto, que estas recomendaciones de buen gobierno societario potencien la confianza de los inversores. La confianza de los inversores se genera por el buen hacer de los gestores y el cumplimiento de los deberes que como tales se les asigna, sea por la ley o por estas reglas de conducta, especialmente por la primera ya que, como veremos más adelante, las buenas prácticas a las que los administradores deben ajustar su conducta distan mucho de haber pasado de ser algo más que unos buenos deseos que no se han cumplido en la mayoría de los casos. O, lo que es peor, se ha afirmado públicamente el acatamiento a las reglas de buen gobierno y en privado se han desatendido totalmente. No parece, pues, que el respeto formal a las reglas de conducta contenidas en los códigos por parte de una sociedad pueda constituir una razón seria, aunque sea indirecta, para inducir a los inversores a adquirir las acciones si no va acompañada de otras medidas.

3. El Órgano de Administración

A pesar de que, como más arriba se ha indicado, el contenido de los códigos pueda variar en función de la fuente de la que emane, todos ellos sin excepción se ocupan extensamente de los distintos aspectos que conciernen al órgano de administración: su estructura, composición y funciones, nombramiento y remuneración de sus miembros, etc., dado que todas estas cuestiones constituyen el eje básico sobre el que giran todas las recomendaciones sobre las buenas prácticas a seguir por quienes dirigen y gobiernan las sociedades. Y a todo ello también se dedica en el informe un amplio espacio pasando revista a todas aquellas que se consideran relevantes.

(11) Datos que figuran en la tabla mencionada del informe.

A) Estructura, composición y funciones

La estructura, composición y funciones asignadas a los miembros del órgano de administración, punto central en todos los códigos emitidos en los Estados miembros, es objeto de una detallada exposición en el informe. Sin embargo, también en este punto la información suministrada tiene escasa relevancia toda vez que se pone de manifiesto algo sumamente conocido como es que las mayores diferencias existentes entre los diversos códigos radican en la estructura del órgano, ya que mientras la mayoría de los Estados miembros mantienen una estructura unitaria o monista, en otros esa estructura es dualista⁽¹²⁾ lo que, además de conocido, es consecuencia directa de la correspondiente legislación limitándose los códigos a suministrar recomendaciones o pautas de conducta al hilo del modelo legal correspondiente, reproduciendo en lo esencial las disposiciones legales⁽¹³⁾.

No obstante y a pesar de esta diferencia básica lo que se comprueba también es una cierta tendencia hacia la convergencia de ambos tipos de sistemas en la medida en que en los órganos de estructura monista al constituir en su seno un cuerpo supervisor (sea en conjunto o dividido en distintas comisiones o comités) integrado por los miembros del consejo no ejecutivos, se produce una distribución de funciones que se aproximan a las existentes en los países con estructura dualista. Todo ello sin perjuicio de que existan las naturales distinciones entre los grupos de códigos adscritos a uno u otro sistema ya que, como es lógico, la separación formal existente en los sistemas dualistas hace que la distribución de competencias entre ambos órganos sea más rígida en estos sistemas que en los unitarios en los que, como es sobradamente conocido, el consejo sigue manteniendo la gestión y control, delegando las operaciones diarias en el o los órganos delegados.

En cualquier caso, la diversidad en la estructura del órgano no impide que en todos los códigos se haga especial hincapié en la necesidad de contar con un cuerpo supervisor separado del “*management*” que pueda ejercer con la sufi-

(12) Austria, Dinamarca, Alemania y Holanda son los países en los que se mantiene un sistema dualista con participación de los trabajadores en el Consejo de Vigilancia. Otros Estados miembros como Finlandia o Suecia, aun encuadrados dentro de los de estructura unitaria o monista, mantienen una separación en el seno del órgano administrativo entre el cuerpo supervisor en el que existe (caso de Suecia) o puede existir, si así lo establecen los estatutos (caso de Finlandia), también una participación de los trabajadores, y los miembros ejecutivos. Finalmente, otros países como Francia, Bélgica, Grecia, Portugal o la propia Finlandia, están autorizados legalmente a variar la estructura.

(13) Acerca de la estructura del órgano, vid. ESTEBAN VELASCO, “La renovación de la estructura de la administración en el marco del debate sobre el gobierno corporativo” en *El Gobierno de las sociedades cotizadas*, cit., pp. 137 y ss.

ciente independencia las funciones de control de los ejecutivos y marcar las directrices básicas de la estrategia a seguir. En este punto puede decirse que existe un consenso generalizado, como también lo hay en que ese órgano supervisor debería estar integrado por un número significativo de administradores externos y/o independientes, esto es, por aquéllos que no tengan la condición de ejecutivos o empleados de la compañía o sean accionistas de control. Lo que varía de unos a otros es el grado de exigencia en relación a la condición de externos o no ejecutivos y, en su caso, de independientes, así como el número de éstos que deben formar parte del órgano supervisor y, desde luego, la atención dedicada a estas cuestiones que es mucho mayor en los sistemas monistas que en los dualistas en los que ya existe una separación formal entre órganos y, por tanto, un grado superior de independencia de los miembros de uno y otro, al menos en un plano teórico.

En efecto, mientras unos códigos mantienen con carácter general las notas anteriormente citadas en relación con la calificación de externos, otros, en cambio, van más allá y consideran que a pesar de no ser ejecutivo, ni empleado de la compañía ni ser accionista de control, un administrador externo puede carecer de la necesaria objetividad para llevar a cabo su función si mantiene una relación financiera o personal con los ejecutivos o con los accionistas de control. En consecuencia, ciertos códigos recomiendan que al menos algunos de los administradores externos deberían carecer de tales relaciones.

De otra parte, a pesar de que exista una práctica unanimidad a la hora de propugnar la participación en el órgano supervisor de administradores externos o no ejecutivos, no existe homogeneidad cuando se trata de establecer cuál es la proporción ideal que debe existir entre unos y otros ⁽¹⁴⁾, ni tampoco respecto al número de independientes que deben formar parte de la categoría de externos, ni siquiera en cuanto a la noción de “independiente” que o bien no se proporciona o varía significativamente de unos a otros códigos.

(14) Mientras unos códigos como el Preda en Italia se limitan a insistir en que “el número y situación de los administradores no ejecutivos deberá ser tal que su opinión pueda tener un peso significativo” (§ 2.1), otros señalan una determinada proporción entre unos y otros que no resulta coincidente. Así, en el Reino Unido, el Código combinado (1, A.3.1) y el Hampel (2.5 y 3.14) consideran que los no ejecutivos deben ser al menos 1/3 del consejo, de los cuales una mayoría deben ser independientes, recomendación que ha sido también adoptada por la IAIM de Irlanda. En cambio el *PIRC Shareholder Voting Guidelines*, también del Reino Unido (parte II, p. 6), recomienda que al menos el 50% del consejo esté compuesto por no ejecutivos y que la mayoría de los mismos sean independientes. Los principios de la OCDE hablan simplemente de que debería existir “un número suficiente de miembros no ejecutivos...” (V.E.1) y en el Vienot II se recomienda que los miembros verdaderamente independientes sean como mínimo 1/3 de los miembros del consejo.

Baste con señalar al respecto que mientras el Vienot II emplea una fórmula general conforme a la cual “un administrador es independiente del *management* de la corporación cuando no tiene relaciones de ninguna clase con la corporación o su grupo de una naturaleza tal que le impida el ejercicio de su independencia de juicio”, en otros, fundamentalmente los de mayor inspiración anglosajona, se detallan minuciosamente, como es, por otra parte, propio de estos ordenamientos, toda una serie de variadas circunstancias que abarcan desde las relaciones familiares con los ejecutivos de la sociedad o la propia condición de ejecutivo o empleado de la misma, hasta la de ser administrador o empleado de un competidor significativo de la compañía, pasando por pertenecer a una asociación benéfica o política a la que la sociedad realice donaciones ⁽¹⁵⁾, cualquiera de las cuales impedirían que esa persona fuera considerada como independiente.

Finalmente, otros prescinden de cualquier tipo de definición de independencia y optan por fijar su atención en el modo en que los administradores deben ejercer sus funciones, instándoles a que actúen “independientemente en todas las circunstancias” y a que mantengan, “en todas las circunstancias, su independencia de análisis, de decisión y de acción, y a que rechacen cualquier presión, directa o indirecta, que pudiera ser ejercida sobre ellos (...) el administrador no debe emprender, buscar o aceptar cualquier ventaja irrazonable que pudiera ser considerada que compromete su independencia. En el caso de que el administrador considere que una decisión del consejo puede perjudicar a la sociedad, debe expresar claramente su oposición y emplear todos los medios para convencer al consejo de la pertinencia de su posición” ⁽¹⁶⁾.

Sea como fuere, lo cierto es que la tan ensalzada independencia que es uno de los pilares básicos sobre los que los códigos de conducta han construido el edificio de las buenas prácticas resulta una noción en muchos casos difusa e inconsistente que, por tanto, siempre posibilita que sean considerados “independientes” quienes realmente no lo son, sobre todo en los casos de sociedades controladas por un socio de referencia fuerte que será quien directa o indirectamente haya propiciado su nombramiento. En tales circunstancias es más que dudoso que el administrador pueda actuar con la independencia de criterio que se le exige.

Resulta curioso, sin embargo, que en ningún código se ponga límite al número de consejos a los que pueden pertenecer los “independientes”, dado que su pertenencia a varios consejos, aparte de impedirles llevar a cabo su función con la diligencia exigible a todo administrador, podría, cuanto menos,

(15) Este es el caso del *PIRC Shareholder Voting Guidelines*.

(16) *Director's Charter* de Bélgica, pp. 2 y 3.

restarles independencia o colocarles en una permanente situación de conflicto de intereses.

De otra parte, sorprende comprobar que en los sistemas dualistas en los que existe una separación formal entre el órgano de dirección y el consejo de vigilancia y, por tanto, entre los miembros de ambos ⁽¹⁷⁾, no es infrecuente que miembros retirados del órgano de dirección formen parte del consejo de vigilancia o que ejecutivos de otras entidades que mantienen relaciones de negocios con la sociedad o incluso participaciones accionariales en la misma, formen parte del consejo de vigilancia.

Estas prácticas resultan incompatibles, como es obvio, con la independencia de criterio y la objetividad que se pretende para el órgano de vigilancia y, consecuentemente, los códigos emanados en los países en los que existen estos sistemas recomiendan o bien que no se elijan para componer el consejo de vigilancia a los miembros retirados del “management” ⁽¹⁸⁾ o bien que no haya más de un antiguo miembro del consejo de administración en el consejo de vigilancia ⁽¹⁹⁾. Asimismo, se insta a incluir en el Consejo de Vigilancia a un “número suficiente de independientes que carezcan de relaciones de negocios actuales o pasadas con las sociedades del grupo” ⁽²⁰⁾.

La estructuración del consejo en comités encargados de los aspectos más delicados de la tarea supervisora: nombramientos, auditoría, remuneraciones, etc. constituye una de las novedades más significativas que la mayoría de los códigos, tanto de los Estados miembros como los pan-europeos, han incorporado con entusiasmo. De ahí que aunque puedan existir variaciones entre ellos referidas bien al número y composición de tales comités, prácticamente todos ellos consideren altamente recomendable esta división como medio ideal para proporcionar un juicio objetivo sobre todos aquellos asuntos claves en que los miembros del *management* pueden tener un interés personal.

Ahora bien, para que tales comités desempeñen la función de control y supervisión que se les asigna resulta indispensable que sus miembros obtengan la información relevante de los administradores ejecutivos. Es por ello que este aspecto se erige en un tema clave en los códigos sobre el que se llama la atención en la mayoría, aunque en ninguno se establezca con claridad hasta dónde alcanza la información que debe ser suministrada y por quién o hasta qué

(17) Dinamarca constituye una excepción a la regla en la medida en que los miembros de ambos órganos pueden ser coincidentes en parte.

(18) *German Panel Rules* (III.1.b).

(19) *Peters Report* (2.5).

(20) *German Panel Rules* (III.1.b).

punto los integrantes de esos comités pueden recabar información ⁽²¹⁾, lo que no deja de ser, como tantos otros extremos considerados básicos para un buen *corporate governance*, un tanto evanescente.

Otras cuestiones como el tamaño del consejo o la cualificación profesional de sus miembros preocupan en menor medida y, por ello, o no son objeto de tratamiento en los códigos o cuando se tratan se hace de forma general ⁽²²⁾ y no detallada, porque se entiende que tales cuestiones deben quedar reservadas a la apreciación del cuerpo supervisor o al comité de nombramientos que son los encargados de evaluar el perfil de los administradores y extraer sus propias conclusiones respecto a su propia composición, tamaño, deberes, etc. ⁽²³⁾. La atención, por tanto, se desplaza desde la persona del candidato hacia el procedimiento de nombramiento confiado, en la mayoría de los códigos, a un comité *ad hoc* integrado por externos/independientes (en mayor o menor número) que se encargan de la selección, aunque se acepta de forma generalizada que el consejo en su conjunto tiene la última palabra a la hora de decidir el nombramiento que, más tarde, se someterá formalmente a la junta.

Mayor atención suscita la presidencia del consejo convertido en órgano de supervisión en los sistemas unitarios o la del consejo de vigilancia en los dualistas. Partiendo de la base de que las funciones que se le asignan en ambos sistemas son las mismas (dirigir y organizar la tarea supervisora) lo que se pretende conseguir es una separación total entre la función supervisora y la ejecutiva. Hasta ahora, no era infrecuente que en los sistemas dualistas la presidencia del consejo de vigilancia recayera en un *senior director*, como ya se ha dicho, lo que hace sumamente cuestionable su independencia. Como tampoco era infrecuente, y sigue siéndolo, al menos en muchos países, entre ellos el nuestro, que en los sistemas unitarios el presidente del consejo sea, al mismo tiempo, el primer ejecutivo de la sociedad, lo que plantea un inevitable conflicto de intereses ya que difícilmente puede una persona ser al mismo tiempo supervisor y supervisado. Por ello, se insiste en muchos códigos en la necesidad de separar ambas funciones como medio de fomentar la independencia y asegu-

(21) Sobre estas cuestiones vid. VELASCO SAN PEDRO, “La información en el consejo de administración: derecho y deberes del consejo y de los consejeros” en *El gobierno de las sociedades cotizadas*, cit., pp. 305 y ss.

(22) Según el informe, menos de la mitad de los códigos se ocupa del tamaño del consejo y los que lo hacen se limitan a señalar la necesidad de que este órgano esté compuesto por un número de miembros razonable que permita el debate y la toma de decisiones. Así, por ejemplo, el *Dual Code* belga (I.B.1.8) o el *Mertzanis Report* (5.11).

(23) Así el *Peters Report* holandés (2.2).

rar un equilibrio de poder y autoridad ⁽²⁴⁾. Incluso en algunos se propugna que el presidente del consejo sea nombrado de entre los administradores externos o no ejecutivos ⁽²⁵⁾. Tal posición, sin embargo, dista mucho de ser unánime puesto que en los códigos elaborados en ordenamientos latinos como Italia o España, aunque se propugnen medidas de contrapeso para lograr un equilibrio de poder, no se opta por una separación entre las funciones de presidente del consejo y primer ejecutivo ⁽²⁶⁾.

También existen variaciones significativas en lo que respecta a la frecuencia con que debe reunirse el consejo, así como respecto a la posibilidad de que los administradores tengan derecho de propuesta.

B) Remuneración de los consejeros y evaluación de su actuación

Además de las cuestiones transcritas, en el informe se examinan también otros aspectos que en la generalidad de los códigos adquieren un destacado protagonismo. Una de ellas es, sin duda, la remuneración tanto de los administradores ejecutivos como de los que no tienen este carácter, dado que han sido precisamente los escándalos surgidos en torno a esta cuestión los que han propiciado que en todos los Estados europeos se dedicara una especial atención a la retribución que reciben los consejeros, especialmente los ejecutivos, en línea con la preocupación internacional sobre la materia.

Como es sabido, fue el *Informe Greenbury* de 1995 el primero en Europa que dedicó la mayor parte de su contenido a tratar de la remuneración de los dirigentes y a formular las correspondientes recomendaciones en orden a fijar su cuantía y los procedimientos para su determinación; recomendaciones que hizo suyas el *Informe Hampel* y más tarde el *Combined Code* y por su influjo el resto de los códigos europeos.

Todos ellos en mayor o menor medida consideran como buenas prácticas el que las remuneraciones de los administradores ejecutivos se ajusten a un nivel razonable que venga determinado por el mercado; además se estima conveniente que las sociedades establezcan un procedimiento formal y transparente para desarrollar su política de retribuciones y para fijar el conjunto de

(24) Vid. entre otros *Dual Code* belga (I.B.1.3), *Mertzanis Report* (5.5), Asociación sueca de accionistas (2.1), Cadbury (4.9), *Combined Code* (A.2).

(25) En Suecia legislativamente se ha establecido que el presidente del consejo sea un administrador no ejecutivo. El PIRC propugna también que el presidente sea extraído de entre los administradores no ejecutivos (pp. 4 y 6).

(26) Vid. Informe Preda (5.2) e Informe Olivencia (3.2).

la remuneración (*Combined Code* británico B.2), para lo cual resulta indispensable la creación del comité de remuneraciones en aras de evitar conflictos de intereses.

Asimismo se considera que una parte de la remuneración de los administradores ejecutivos debería estructurarse de tal modo que se vinculara con los resultados de la sociedad. Este proceder se estima idóneo para estimular el interés de los consejeros ya que la alineación de sus intereses con los de los accionistas permitirá reducir los costes de agencia. Y como método para lograr esta alineación de intereses se acude a los conocidos sistemas de bonificaciones anuales en función de los resultados obtenidos, al establecimiento de planes de opciones sobre acciones o a cualquier otro sistema de incentivos a medio o largo plazo que induzcan a los administradores a comportarse como si de propietarios se tratara.

Sin embargo, como la experiencia ha demostrado, los resultados de esta fórmula no han sido ni mucho menos los esperados. No hace falta recordar aquí las consecuencias nefastas que esa pretendida alineación de intereses ha tenido sobre los bolsillos de los accionistas de muchas de las sociedades cotizadas tanto fuera como dentro de nuestro país. En la mayoría de los casos estos incentivos más que motivar a los administradores a conseguir mejores resultados para lograr ellos también un beneficio, a lo que han conducido es o a falsear los resultados para tratar de liquidar sus *stock options* con pingües beneficios o, en el mejor de los casos, a seguir una política empresarial errónea basada en la toma de decisiones a muy corto plazo sobre la base de la cotización de las empresas, en lugar de actuar pensando en proyectos a medio y largo plazo.

Todo ello ha conducido a que grandes fondos de inversión y de pensiones hayan empezado a presionar a empresas importantes como la alemana Deutsche Telekom o Nordea, el mayor banco de los países nórdicos, a dar marcha atrás en la concesión a los directivos de opciones sobre acciones para evitar que las empresas se vean obligadas a realizar fuertes desembolsos si se produce un alza en la cotización.

Aparte de los inconvenientes que la aplicación de estos supuestos incentivos para la buena actuación de los administradores ejecutivos ha supuesto, lo cierto es que, además, en la mayoría de los casos la aplicación de esas medidas a la hora de fijar las retribuciones se han hecho de espaldas a los accionistas y a los mercados. De una parte, porque en gran número de casos no se han creado los comités de remuneraciones previstos o si se han creado no han estado compuestos total o mayoritariamente por independientes o, sobre todo, porque salvo contadas excepciones no se ha suministrado la información detallada de la

remuneración referida a cada administrador sino, como mucho, en conjunto y sin hacer mención de muchos de esos incentivos ⁽²⁷⁾.

Respecto a la remuneración de los administradores externos o no ejecutivos rigen también los principios generales anteriormente indicados. No obstante, la diferencia más acusada entre la remuneración de unos y otros (aparte de los niveles de pago) radica en que un número importante de códigos se pronuncian en contra de que los administradores no ejecutivos participen en las opciones sobre acciones y planes de pensiones u otras bonificaciones porque se estima que tal participación podría crear incentivos impropios. Este es el caso, por ejemplo, del *EASD Principles & Recommendations* que tajantemente señala que aunque no es inadecuado que los miembros independientes del consejo posean algunas acciones de la sociedad, sin embargo no deberían participar en los planes de opciones sobre acciones o en los planes de pensiones (VI.3.a-d) o de otros códigos como el *Dual Code* belga (I.B.2.1) o las recomendaciones de la Federación de Sociedades Belgas (2.2) o el *Berlin Initiative Code* (VI.7.3), o el *Peters Report* de Holanda que con toda claridad indica que “la remuneración de los miembros del cuerpo supervisor no debería depender de los resultados de la sociedad” (2.13), aunque otros como el Código Olivencia no se muestran tan categóricos en la medida en que aprueban la existencia de incentivos con carácter general si bien “en especial para los administradores ejecutivos” (II.7.3).

Un aspecto íntimamente ligado con las remuneraciones es el referente a la evaluación de la actuación del CEO y de los administradores ejecutivos, ya que tal evaluación sirve de base para determinar aquéllas. De esta evaluación se ocupan un gran número de códigos propugnando, en la mayoría de ellos, que para facilitar un debate abierto respecto a esos extremos los miembros no ejecutivos deberían reunirse ocasionalmente sin los miembros del *management* que pudieran formar parte de los comités correspondientes. De esta recomendación se hacen eco, entre otros, el *Peters Report* (3.5), el *Hermes Statement* del Reino Unido (apéndice 2.3), el *Berlin Initiative Code* (IV.5.3). Contrariamente, las *German Panel Rules* (III.3) se limitan a establecer que “los elementos que integran la remuneración deberán determinarse mediante una evaluación sistemática de la actuación de los miembros individuales del consejo”.

(27) El *Combined Code* es uno de los pocos, como antes hiciera el *Hampel*, que prevé que en el informe sobre la gestión anual se haga explícita la política de remuneraciones seguida por la sociedad con referencia individualizada a cada uno de los consejeros (B.3). Esta es también la recomendación del *Ministry of Trade & Industry Guidelines* de Finlandia al indicar que en el informe de gestión anual debe incluirse “información acerca de los principios seguidos al decidir sobre las retribuciones y otras bonificaciones concedidas a los administradores ejecutivos” (2.2.2). En la misma línea se manifiesta la Comisión *Hellebuyck* francesa que recomienda hacer pública tal información, incluyendo la existencia de *stock options* (II.C.3).

Aunque la evaluación se refiere, fundamentalmente, a los ejecutivos, hay códigos que extienden tal evaluación también a los miembros del cuerpo supervisor considerando que puede resultar útil que los administradores no ejecutivos se sometan a una voluntaria auto-evaluación⁽²⁸⁾, porque una evaluación regular puede promover continuas mejoras en el gobierno de las empresas⁽²⁹⁾, evaluación que también debería hacerse constar en el informe anual.

4. Intereses de los accionistas e intereses de los *stakeholders*

A) Interés social y *stakeholders*

Es en este punto en el que, quizás, los códigos de buen gobierno societario manifiestan las mayores ambigüedades e incluso contradicciones derivadas de la inexistencia de unos principios inspiradores claros acerca de cuál es el interés que debe presidir la actuación de los administradores.

En efecto, como ya señaláramos anteriormente, la gran mayoría de los códigos prestan alguna atención (variable según el código que se considere y la procedencia del mismo) a lo que se considera que es el objetivo último de la actuación societaria, que no es otro que el de perseguir el interés de los accionistas centrado en la consecución de la “maximización del beneficio” que ha venido a ocupar el lugar del tradicional “interés social” basado, por regla general, en la concepción contractualista que identifica tal interés con el interés común de los socios.

Esta creación de valor para el accionista (*shareholder value*) que se erige en la actualidad en el principio rector al que ha de ajustarse el diseño de la estrategia empresarial no deja de resultar, sin embargo, difícilmente compatible con la tutela de otros intereses que se ven afectados por las decisiones empresariales: los de los trabajadores, acreedores, clientes, intereses de la colectividad, etc. a los que, no obstante, se dice querer proteger. Y ello a pesar de que se afirme que las divergencias entre ambos grupos de intereses si bien pueden manifestarse a corto plazo, a la larga resultan coincidentes, ya que “el éxito de una sociedad, el beneficio de los accionistas, la seguridad de los empleados y su

(28) Así, los Principios de la OCDE (anotación al principio V.E.2).

(29) En esta línea se manifiestan los Informes *Vienot I y II*, la Comisión *Hellebuyck* francesa, o el *Berlin Initiative Code* (IV.2.6 y IV.4.3) o el Informe *Preda* italiano (5.1), el *Peters* holandés (2.7), la *Swedish Shareholders Association Guidelines* (2.2 y 2.3), o nuestro Código Olivencia (III.10 y II.4.5 y 5.4).

bienestar y los intereses de otros *stakeholders* están interrelacionados y son codependientes”⁽³⁰⁾. Esta afirmación, en efecto, además de ser un claro exponente de la ambivalencia existente en este punto en muchos códigos y en gran parte de la literatura sobre *corporate governance*, no se ajusta a la realidad de los hechos que insistentemente vienen reflejando que ese afán de crear valor de forma inmediata no sólo hace difícilmente conciliables los intereses de unos y otros a corto plazo, sino que dificulta la consecución de objetivos a largo plazo que redunden siquiera en beneficio de los accionistas.

A pesar de ello, como decíamos, se insiste en gran parte de los códigos europeos y pan-europeos en esta ambigüedad. Así, por ejemplo, el Informe Preda italiano, el cual tras identificar la maximización del beneficio de los accionistas como el objetivo primario que debe guiar la actuación de los administradores (§ 1.3), a continuación lo atempera, al reconocer que “a largo plazo, la persecución de este objetivo puede dar lugar a una situación favorable en términos de eficiencia e integridad de la sociedad con efectos benéficos para otros *stakeholders*, tales como clientes, acreedores, consumidores, suministradores, empleados, comunidades locales y el medio ambiente cuyos intereses están ya protegidos en el sistema legal italiano” (§ 4).

En esta misma línea los Principios de *corporate governance* de la OCDE señalan que “el marco del *corporate governance* debería reconocer los derechos de los *stakeholders* como establecidos legalmente y fomentar la activa cooperación entre las corporaciones y los *stakeholders* en la creación de riqueza, trabajo y la sostenibilidad firme de la financiación de las empresas” (Principio III). Añadiendo más adelante (Principio V.C) que “el consejo de administración debería tener en cuenta los intereses de los *stakeholders* (...) incluyendo los de los empleados, acreedores, clientes, suministradores y las comunidades locales”⁽³¹⁾.

Una aproximación distinta es la del *Vienot I* francés que parece acercarse abiertamente a la concepción institucionalista que identifica el interés social con el interés de la empresa (*Unternehmen an sich*). Según éste, “El interés social puede definirse como el interés superior de la propia persona jurídica, es decir, de la empresa considerada como un agente económico autónomo que persigue sus propios fines, distintos de los de sus accionistas, asalariados, acreedores, entre los que se cuenta el fisco, proveedores y clientes, pero que

(30) Vid. Informe, p 33 y ss.

(31) En el mismo sentido vid. el Principio 3 y los §§ 3.1-3.4 del Informe *Mertzanis* de Grecia, así como las *Guidelines* del ICGN.

corresponde a su interés general común, consistente en garantizar la prosperidad y la continuidad de la sociedad” (I.1)⁽³²⁾.

La cuestión, desde luego, no es baladí, ya que estas distintas y a veces contradictorias aproximaciones de los diversos códigos de buenas prácticas, además de reflejar la inexistencia de principios claros y coherentes, pueden dar lugar, como acertadamente ha sido señalado, a graves consecuencias a la hora de valorar el comportamiento de los administradores, en orden a la exigencia del cumplimiento de sus deberes de lealtad y diligencia, ya que el contenido de dichos deberes permanece, por ello, evanescente e indeterminado⁽³³⁾.

B) La tutela de los intereses de los accionistas

Una característica esencial de prácticamente todos los códigos de buenas prácticas es la falta de atención a los accionistas y, sobre todo, al órgano en el que éstos deben hacer oír su voz y adoptar las correspondientes decisiones: la junta general.

Fuera de la creación de valor para los accionistas, en efecto, poca es la atención que se dispensa a los accionistas, probablemente porque teniendo *in mente* el modelo de la *public corporation* angloamericano integrado por miles de accionistas dispersos aquejados de “apatía racional”, se opta por focalizar la atención en el órgano de administración intentando, a través de su reestructuración en comités integrados por consejeros más o menos independientes, reestablecer el equilibrio perdido entre propiedad y control.

No es esta, sin embargo, la realidad de la mayoría de los países de la Europa continental en los que, como ya se dijo, existe un sistema de propiedad concentrada que exigiría adoptar soluciones de otro tipo que las contempladas para un sistema de propiedad dispersa, como son, por citar sólo algunos ejemplos, el control de las operaciones realizadas por los accionistas dominantes con la propia sociedad, o la revisión del propio concepto de minoría, o los problemas de conflictos de intereses que pueden suscitarse o la prohibición de las cláusulas de blindaje o de otras medidas defensivas contra OPAs hostiles u otras

(32) Acerca de esta noción en Francia, vid. BISSARA, “L’intérêt social”, en *Rev. Soc.*, 1999, pp. 5 y ss.

(33) ROSSI, “Le c.d. regole di ‘corporate governance’ sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?”, en *Riv. Soc.*, 2001, pp. 6 y ss., esp. p. 15.

muchas cuestiones ⁽³⁴⁾ que se anudan en torno a las sociedades en este tipo de sistemas y que el mimetismo acrítico con los códigos emanados en países con estructura diversa ha hecho que, en la mayoría de los casos, sean total o parcialmente ignorados.

Solamente algunos códigos como el Código Dual belga (§ I.A.1.9), el *Vienot I* o el Informe Olivencia (II.8.6) aluden a algunas de estas cuestiones aunque no de forma tan extensa como hubiera sido de desear ⁽³⁵⁾. El resto se limita, ante todo, a insistir en la necesidad de que se siga el principio de una acción un voto, eliminando las diferentes rupturas del principio de proporcionalidad que existen en los diversos ordenamientos ⁽³⁶⁾ y en la necesidad de cumplir con el principio de transparencia para conseguir que se suministre al mercado todo tipo de información relevante para que los inversores puedan decidir sus inversiones con suficiente conocimiento de causa. Otras cuestiones como la participación en la junta general o el sistema de voto por representante, en la medida en que está regulado por las disposiciones legales —se dice— no se tiene en cuenta a pesar de que nada impedía que, al igual que sucede con la estructura y composición del consejo u otros aspectos relativos al mismo, también contemplados en la normativa societaria, se hicieran recomendaciones tendentes a mejorar o a incrementar esa participación. Entre los pocos códigos que se hacen eco de esta preocupación son de destacar los Principios de la OCDE (Principio II.A.3) o la Declaración del ICGN (ampliación del Principio I de la OCDE) o el *Peters Report* (§ 5.4.4), y las Recomendaciones de la Comisión del Mercado de Valores de Portugal (§ 6), que sugieren la posibilidad de incrementar la participación en la junta mediante la utilización de las nuevas tecnologías que permiten emitir el voto por medios telemáticos o electrónicos o por cualquier otro que el avance tecnológico pudiera propiciar, o a mejorar el sistema de voto por representante, bien sea a través del sistema de solicitud del voto, o bien informando en la junta del resultado del recuento de votos por

(34) Para estas y otras cuestiones me remito a mi trabajo sobre “El papel de la junta general en el gobierno corporativo”, cit., pp. 616 y ss.

(35) El Informe Olivencia es uno de los pocos que alude al posible conflicto de intereses entre el socio y la sociedad extendiendo los deberes fiduciarios de los administradores a los accionistas “capaces de influir, individual o conjuntamente, sobre el control de la compañía”.

(36) Así, Principio II.A de la OCDE, la Asociación de accionistas daneses (§ I), el *PIRC Guidelines* (Parte V, p. 15) o la Comisión *Hellebuyck* (§ I.C.3), que ve los derechos de voto doble como “un medio para recompensar la lealtad de ciertos accionistas”, sin embargo, aun “estando a favor del principio de una acción/un voto, esta Comisión opina que esta práctica puede ser utilizada por una minoría de control de manera contraria al espíritu del razonable gobierno corporativo”.

apoderamiento, de manera que se pueda conocer cuál ha sido el número de votos emitidos por este medio y cuál el sentido de los mismos⁽³⁷⁾.

5. Transparencia y grado de cumplimiento de los códigos

La última de las cuestiones analizadas en el Informe Weil se refiere a los mecanismos diseñados para la puesta en práctica de las recomendaciones contenidas en los códigos y al grado de cumplimiento que se ha efectuado de las mismas, partiendo de la base, naturalmente, de que tales recomendaciones son sólo eso: meras recomendaciones de adopción puramente voluntarias.

La filosofía que subyace a todos los códigos de conducta es, como se sabe, que las sociedades puedan autocontrolarse con mayor flexibilidad adoptando las *best practices* que se consideren idóneas dentro de un marco legal con el menor número de prescripciones imperativas posibles. De esta forma, las reglas contenidas en los códigos vendrían a ser un suplemento y a veces un complemento de la normativa societaria haciéndola más efectiva en la medida en que vendría a asegurar “un justo y equitativo tratamiento de los accionistas; la responsabilidad de los administradores ejecutivos y no ejecutivos; mayor transparencia de la actuación societaria, de la estructura de la propiedad accionarial y del gobierno y de la responsabilidad corporativa”⁽³⁸⁾.

De acuerdo con esta filosofía de desregulación legal y de autorregulación privada, las prescripciones contenidas en los códigos aunque de cumplimiento totalmente voluntario no por ello —se dice— carecen de ningún tipo de valor, ya que se confía en que la presión que sobre las empresas pueden ejercer las fuerzas del mercado obligará a los dirigentes de las sociedades a cumplir con las reglas de conducta contenidas en los códigos.

Esta es la teoría que se viene invocando repetidamente para ensalzar las bondades de este autocontrol, pero la tenacidad de los hechos ha venido a dar la razón a quienes desde hace tiempo dudábamos de la efectividad de estas reglas de cumplimiento voluntario para solucionar los problemas del gobierno de las sociedades.

Y ello porque, como antes ya se dijo, ni todas las sociedades, ni la realidad social en la que operan son iguales y, por tanto, es muy variable la situación de unos a otros países. En efecto, la mayoría de los códigos (por no decir todos)

(37) Así Informe Hampel ahora recogido en el § 10 del *Combined Code*.

(38) Esta es la perspectiva expresada en el *Millstein Report* (1998) y en los Principios de la OCDE de 1999.

considera como uno de los elementos básicos la información que la sociedad ha de suministrar al mercado y, dentro de esta política de transparencia, está la de informar acerca del grado de cumplimiento del código de que se trate porque, se supone que, sabiendo si la sociedad ha adoptado o no las normas de conducta contenidas en el código, los inversores podrán comparar con otras sociedades y valorar adecuadamente sus decisiones de inversión o desinversión y, en su caso, la emisión de su voto. Se piensa, efectivamente, que las sociedades que no respondan a las expectativas de incrementar la transparencia y de reformar sus prácticas de gobierno de acuerdo con lo indicado en los códigos resultarán menos atractivas para los inversores que desviarán sus ahorros hacia las empresas cumplidoras con el contenido de los códigos.

Esta teoría, sin embargo, ha resultado ser, si no completamente errónea, sí en una gran medida, ya que sólo un porcentaje relativamente pequeño de sociedades han cumplido con este deber de información y, de entre las que lo han hecho, son pocas las que han cumplido con todas las buenas prácticas indicadas en los códigos y, además, las que lo han hecho no ha sido tanto por convencimiento efectivo de las bondades del sistema sino porque en algunos de los países pioneros en la “moda” de los códigos se ha pasado a exigir esa información de manera obligatoria.

Este es el caso, como antes dijimos, del *Cadbury Report*, que fue el primero en implantar el sistema de información sobre el cumplimiento de las reglas sobre la base del *comply or explain* que ha hecho obligatorio la Bolsa de Londres para todas las sociedades cotizadas y, siguiendo su estela, el *Combined Code* ⁽³⁹⁾. Fuera del ejemplo de los códigos del Reino Unido, son pocos los que exigen esta información con carácter obligatorio ⁽⁴⁰⁾. Y, en cualquier caso, fuera de Gran Bretaña no existen, como reconoce el propio informe, claras evidencias de que las sociedades hayan cumplido voluntariamente con las recomendaciones del código; y las que existen demuestran que ese cumplimiento es muy escaso y, en la mayoría de los casos, más formal que real.

En España sólo el 42,5% de las empresas que cotizan en el mercado continuo informaba respecto al ejercicio de 1998 sobre las prácticas de buen gobierno (probablemente por la novedad); en el de 1999 este porcentaje se vio reducido al 37,2% y en el del 2000 el porcentaje pasó a ser del 40%; pero a la hora de concretar ese cumplimiento resulta que era un porcentaje casi insignificante de empresas las que informaban acerca del perfil de sus consejeros, o sobre la remuneración de los mismos, salvo en líneas absolutamente generales carentes de interés.

⁽³⁹⁾ Vid. § 1 del Código combinado y la regla 12.43.A(b) de la *London Stock Exchange*.

⁽⁴⁰⁾ Siguen el modelo anglosajón, el Preda italiano y el Cromme alemán.

Precisamente es en este punto de la remuneración, especialmente la de los ejecutivos, en el que menos transparencia ha existido en todos los Estados miembros, hasta que no se ha exigido de forma legal o por las Bolsas correspondientes, lo que demuestra que las recomendaciones tienen muy poco éxito en cuestiones “sensibles” como es ésta y que tal información sólo se hace efectiva cuando es la ley o las “*listing rules*” las que las imponen.

IV. CONSIDERACIONES FINALES

El breve y rápido recorrido que hemos efectuado por el Informe *Weil* permite ahora extraer algunas conclusiones acerca de las reglas de conducta contenidas en los códigos y sobre todo de su oportunidad y eficacia. En primer término es claro, y a ello se refiere también el informe, que existe un demostrado interés en todos los Estados miembros de la Unión por el *corporate governance* y que todos ellos se han apuntado con fervor (en unos casos de forma más acusada que en otros) a la moda de los códigos de conducta siguiendo miméticamente el ejemplo anglonorteamericano. Esto hace, desde luego, que sean pocas y, sobre todo, poco importantes, las diferencias en el contenido de la mayoría de los códigos examinados y, en consecuencia, como también se concluye en el informe, que esas diferencias ni supongan un obstáculo para la creación de un mercado financiero único, ni tampoco entrañen significativos problemas para los inversores, haciendo innecesario, por tanto, la elaboración de un código de buenas prácticas europeo.

Ahora bien, este examen del contenido de los códigos de conducta lo que también pone de relieve es que en todos los Estados miembros se ha acudido a ellos como si fueran un bálsamo milagroso capaz de poner fin a las dolencias que aquejan a las sociedades cotizadas con sólo extenderlo por la superficie de sus heridas, pensando que la receta que es buena para unas tiene que valer para todas, pero sin tener en cuenta el distinto grado y profundidad de las heridas en cada sociedad enferma.

La imitación sistemática (y servil) de las soluciones pensadas para el modelo anglonorteamericano de *public corporation* resultan completamente inútiles para sociedades en las que son otros los problemas que se plantean y, por tanto, otras deben ser las soluciones. Y, lo que es peor, pueden llegar a resultar extremadamente peligrosas puesto que la aplicación de ese bálsamo milagroso puede dar la sensación de que ha curado la herida cuando, en realidad, la infección sigue actuando sin ponerle el remedio adecuado.

So pretexto de cumplir con las recomendaciones contenidas en los códigos, en efecto, se dejan de tomar otras medidas que serían las adecuadas para

poner fin a algunos de los males que aquejan a las sociedades en las que impera un sistema de propiedad concentrada, que son la mayoría de las europeas.

Así, por ejemplo, la designación de consejeros independientes (aceptando el hecho —discutible— de la real independencia) en el seno del consejo puede resultar útil en las sociedades en las que existe una profunda separación entre propiedad y control, pero deja de tener sentido en las sociedades que responden a un modelo en el que los *managers* dependen de los accionistas de control o se ven sometidos a las decisiones adoptadas por los sindicatos de accionistas. Como ha sido señalado con acierto, “los pactos parasocietarios entre los accionistas de control representan la sede real en la que se adoptan las decisiones relevantes para la vida de la sociedad, con el consiguiente debilitamiento del papel asignado a los administradores que actúan como meros representantes de tales sujetos encargados, simplemente, de ratificar las decisiones asumidas por otros”⁽⁴¹⁾.

Pero aparte de éste y otros muchos extremos en los que los códigos resultan ineficaces trasplantados a realidades sociales, políticas y jurídicas distintas, lo que se ha puesto de manifiesto a lo largo de los años transcurridos desde que comenzaron a implantarse los códigos éticos es, como decíamos al principio, su ineficacia para resolver, por sí solos, los problemas que tienen planteados las sociedades cotizadas.

El transcurso del tiempo ha venido a darnos la razón a quienes al hilo de la presentación del Código Olivencia alertáramos sobre el exceso de confianza depositada en unas simples recomendaciones de cumplimiento voluntario para que las empresas se auto-controlaran adaptando su conducta a lo indicado en el Código, en lugar de acudir a la vía de la reforma legislativa en lo que fuera menester para mejorar el gobierno de las sociedades⁽⁴²⁾.

El resultado de esta auto-reglamentación a la vista está. No sólo se han cumplido muy escasamente las recomendaciones (aquí y en otros Estados europeos) como se refleja en el informe que comentamos sino, lo que es mucho peor, formalmente se han cumplido y en la realidad todo ha seguido exactamente igual que antes y, en algunos casos, bastante peor. Y no deja de resultar curioso comprobar cómo esta falta de cumplimiento de las reglas de buen gobierno contenidas en los códigos se justifica por los redactores del informe diciendo que “los códigos tienden a expresar aspiraciones o ideales. La traslación (de estos ideales) a la práctica actual puede ser lenta, especialmente si las

(41) ROSSI, “Le c.d. regole di ‘corporate governance’...” , cit., p. 17, y más ampliamente en “Concorrenza, mercati finanziari e diritto societario” en *Riv. Soc.*, 1999, p. 1305.

(42) Vid. *El gobierno de las sociedades cotizadas*, cit., *in toto*.

aspiraciones son significativamente diferentes de la práctica común”⁽⁴³⁾. Si la necesidad de cambio se considera esencial, si el gobierno de las sociedades ha de ser mejorado, si ha de protegerse a los pequeños inversores, si hay que erradicar los comportamientos oportunistas de los administradores... no puede hablarse de que tales cuestiones constituyen ideales que están lejos de alcanzarse porque, en tal caso, sobran los códigos, que es lo que, probablemente, suceda en muchos casos.

En fin, no hace falta insistir en lo que está en la mente de todos. Si la década de los 90 ha sido la de los códigos de conducta en Europa, el nuevo milenio se ha estrenado con un movimiento si no contrario a los mismos sí de mayor prudencia a la hora de adoptar los “bálsamos de fierabrás”. Parece ahora más claro para quienes antes sólo veían excelencias en los códigos éticos que no puede haber un modelo de gobierno corporativo de validez universal para todas las sociedades y que la tutela de muchos intereses sólo puede llevarse a cabo mediante la intervención del legislador. A estas reformas legislativas nos aplicamos ahora en gran parte de los ordenamientos europeos; incluso en la propia Comunidad Europea los integrantes del Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades se apresta a modernizar el Derecho de Sociedades. Esperemos que unos y otros esta vez acierten.

(43) Vid. p. 73.

EI PLAN DE ACCIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS (PASF) COMO INSTRUMENTO DE INTEGRACIÓN PARA LA CONSECUCCIÓN DEL MERCADO FINANCIE- RO ÚNICO (*)

MARÍA JESÚS PEÑAS MOYANO
*Profesora Titular de Derecho Mercantil
Universidad de Valladolid*

SUMARIO

- I. ORIGEN DEL PLAN.
 - II. SIGNIFICADO Y CONTENIDO DEL PASF. PROCEDIMIENTO DE APLICACIÓN.
 - III. DESARROLLO DEL PLAN: LOS INFORMES PROVISIONALES.
 - IV. CONCLUSIÓN.
-

I. ORIGEN DEL PLAN

Si finalmente en el año 2005 se consigue el objetivo del Mercado Financiero Único (MFU), gran parte de los méritos de este logro podrán ser atribui-

(*) El presente trabajo corresponde a la comunicación presentada en el Congreso Internacional *La Unión Europea a debate*, celebrado en Valladolid los días 17 a 19 de septiembre de 2002.

dos a un proyecto que se conoce con el nombre de **Plan de Acción de Servicios Financieros** (PASF). Los antecedentes de este proyecto no son muy remotos si se comparan con los primeros pasos para la consecución de aquel Mercado que se remontan incluso a 1973, fecha en la que se promulgan las primeras directivas en materia de seguros con la finalidad de armonizar la legislación de los Estados Miembros en el largo camino hacia el pasaporte comunitario (Directivas 73/239/CEE del Consejo, de 24 de julio de 1973, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad del seguro directo distinto del seguro de vida, y a su ejercicio, y 73/240/CEE del Consejo, de 24 de julio de 1973, por la que se suprimen, en materia del seguro directo distinto del seguro de vida, las restricciones a la libertad de establecimiento), que serían seguidas después por normas para el sector bancario y finalmente para los mercados de valores.

Realmente, acometer este ambicioso proyecto hubiera sido impensable si de forma paralela no se estuviese contemplando la implantación de una moneda única que va a actuar con gran fuerza integradora (aunque exija como contrapartida asimilar perfectamente el significado de la introducción del euro) permitiendo además rebajar los costes del capital y de la intermediación financiera y estimulando la inversión y el empleo. Con esta situación, los antecedentes más inmediatos del PASF se sitúan en la invitación que se hizo a la Comisión por el Consejo Europeo de Cardiff (15 y 16 de junio de 1998) para presentar un marco de acción “a efectos de mejorar el mercado único de servicios financieros, particularmente, mediante el análisis de la eficacia de la aplicación de la normativa actual y la determinación de las deficiencias que puedan requerir una modificación de la legislación”. Llama la atención el hecho de que esta invitación se produce en el punto 17, EL MERCADO ÚNICO COMO MOTOR DE EMPLEO y, efectivamente, el documento fruto de esta iniciativa, **COM (1998) 625, 20 de octubre de 1998: “Servicios financieros: establecimiento de un marco de actuación”**, se abre afirmando que los servicios financieros constituyen uno de los sectores de mayor potencial de creación de empleo en Europa. En todo caso, no es éste el único fundamento a tener en cuenta, pues se deben mencionar también la protección de los consumidores, quienes podrán obtener unos servicios en mejores condiciones de calidad y precio, así como la facilitación del acceso a unas fuentes de financiación menos onerosas e inflexibles que el endeudamiento que permita a las PYMES y a las empresas en vías de creación el poder de consolidarse.

El documento mencionado tiene el valor de haber puesto de manifiesto en aquel momento aquellos aspectos que requerían medidas urgentes para garantizar el pleno aprovechamiento de las ventajas de la moneda única y el funcionamiento óptimo del mercado financiero europeo e hizo por añadidura a nuestro entender otra afirmación fundamental; no era necesario remodelar en su totalidad el marco legislativo existente, sino que *se deben crear unos instrumentos*

reguladores más ágiles y modernos, resultando vital agilizar el proceso legislativo ⁽¹⁾.

Una vez iniciado el proceso, la Comisión no estaba dispuesta a aceptar que su Comunicación quedara en una mera declaración de intenciones y para ello utilizó el impulso político creado involucrando al Parlamento y al Consejo. Entre las ideas que presenta la Comisión, además de una amplia consulta entre todos los sectores interesados, se encuentra la creación de un Grupo de Política de Servicios Financieros (GPSF) presidido por ella misma y formado por representantes personales de los ministros de Finanzas designados por los Estados. A dicho Grupo, que hasta la fecha se ha reunido en quince ocasiones (la primera el 28 de enero de 1999 y la última el 27 de mayo de 2002) se le encomiendan dos misiones fundamentales: la primera de ellas, que debía ser cumplida lo más tarde en junio de 1999, consistía en elaborar un conjunto de medidas que se presentarían al Consejo; la segunda misión, a cumplir antes de junio de 1999, era definir las prioridades más inmediatas a efectos de mantener vivo todo el proceso. Pues bien, las deliberaciones del GPSF ⁽²⁾ y el resultado de las consultas realizadas durante doce meses dieron lugar al documento **COM (1999) 232, 11 de mayo de 1999, “Servicios financieros: Aplicación del marco para los mercados financieros: Plan de Acción”**. Esta Comunicación constituye el documento base que reelaborado y actualizado a través de sucesivos informes provisionales trata de hacer posible el MFU.

El Consejo Europeo de Colonia (3 y 4 de junio de 1999) y también el Parlamento Europeo a través de una Resolución ⁽³⁾ aprobaron el contenido del Plan de Acción y confirmaron su carácter de urgencia al considerar necesario que se avanzara sin demora en este ámbito y pidieron a la Comisión que prosiguiera sus trabajos sobre la base de lo ya realizado por el GPSF. Como contra-

⁽¹⁾ De forma más completa, el marco de actuación presentado por la Comisión en respuesta al requerimiento del Consejo de Cardiff tenía por objeto:

- dotar a la UE de instrumentos legislativos que resuelvan los retos presentes y futuros;
- poner fin a la fragmentación del mercado de capitales todavía existente al objeto de minimizar el coste del capital obtenido en los mercados de la UE;
- poner al alcance de los usuarios y prestadores de servicios financieros las ventajas que se derivan de unos mercados abiertos;
- fomentar una cooperación más estrecha entre las autoridades supervisoras;
- fomentar la aparición de una infraestructura integrada a nivel de la UE;
- reducir las barreras al mercado único derivadas de las divergencias existentes entre los distintos regímenes fiscales.

Vid. COM (1998) 625, 28 de octubre de 1998, p. 5.

⁽²⁾ El documento que se menciona no es un documento del GPSF, pero lógicamente está basado en su trabajo y refleja los debates que se han mantenido en su seno.

⁽³⁾ Ref. PE 229. F. 21 final, PE. 15 de abril de 1999.

partida ambos órganos (Consejo y Parlamento) se comprometían desde un punto de vista político a desbloquear ciertas propuestas; a dar muestras de moderación en el proceso legislativo al objeto de evitar la elaboración de una normativa excesivamente compleja y, en su conjunto, a que las soluciones de la Unión deban caracterizarse por una flexibilidad que les impida hacerse rápidamente obsoletas por la constante evolución de los mercados. En definitiva, puede afirmarse que el desafío lanzado por el Plan de Acción a las instituciones europeas era considerable, exigiendo una actividad intensa y sostenida si se quería respetar el ritmo demandado por los rápidos cambios en este sector.

II. SIGNIFICADO Y CONTENIDO DEL PASE. PROCEDIMIENTO DE APLICACIÓN

A modo de resumen inicial, podríamos decir que son tres las finalidades básicas del Plan:

1. Confirmar los **objetivos** que podría perseguir la política de servicios financieros durante los próximos años.
2. Fijar un orden relativo de **prioridades** y un **calendario de actuación**.
3. Definir ciertos **mecanismos** que pueden contribuir a esta realización.

Objetivos, prioridades y mecanismos constituyen el eje del Plan, a partir de los cuales se elabora el diseño de un programa objetivo que va a permitir un avance rápido hacia la consecución del MFÜ. Pero respecto a la clarificación de lo que debemos entender por el Plan hay que esperar a algunos de los informes provisionales posteriores para encontrar de una manera más concreta qué debe entenderse por esta forma de trabajar. En este sentido, es el tercer informe **COM (2000) 692, 8 de noviembre de 2000: “Servicios financieros. Prioridades y avances”**, el que indica en su introducción lo que puede considerarse el significado básico de este instrumento: “*El Plan de acción para los servicios financieros (PASF) detalla las tareas a realizar para poder obtener pleno rendimiento de un mercado de capitales y servicios financieros perfectamente integrado a nivel europeo*” ⁽⁴⁾. Efectivamente, el Plan de Acción lo que ha hecho ha sido desgranar uno por uno los distintos ámbitos necesitados de actuación y posibles cambios a realizar a un nivel de detalle, ciertamente pormenorizado.

(4) Por su parte, el cuarto informe provisional COM (2001) 286, 1 de junio de 2001: “Servicios financieros. Desafíos políticos”, lo califica como “*un marco global de medidas interrelacionadas que permitirán que la UE se beneficie de la moneda única y de un sector financiero integrado...*”.

Para llevar a cabo esta labor ha fijado tres objetivos estratégicos y un objetivo general a perseguir y establecido respecto a ellos tres niveles de prioridad en la actuación a realizar, con el correspondiente calendario de referencia.

1. Los objetivos estratégicos contemplados en el PASF en 1999 son: mercados mayoristas; mercados minoristas y estructuras de supervisión adecuadas ⁽⁵⁾. El **objetivo general** hace referencia a unas condiciones más amplias para un mercado financiero único óptimo.

El mercado mayorista ha de ser único en toda la UE. Así, y refiriéndose a los mercados al por mayor, el PASF contiene una serie de medidas importantes para eliminar la gran cantidad de barreras que todavía siguen existiendo entre ellos, pretendiendo con las mismas responder a los cambios tan rápidos que se están produciendo en su estructuración, sobre todo en los mercados de valores donde están teniendo lugar importantes alianzas y fusiones (aunque no tan exitosas como se esperaba).

Debe también atenderse a la continuada tendencia hacia la formación de conglomerados financieros que está modificando las líneas divisorias de sectores tradicionales como la banca, seguros y bolsa.

Se trata, por tanto, de un programa ambicioso orientado a allanar los obstáculos legislativos, administrativos y fiscales que todavía están dificultado las emisiones transfronterizas de acciones y el resto de actividades relacionadas

(5) Como referencia indicamos las distintas materias que el Plan incluyó en cada uno de los objetivos estratégicos y en el llamado objetivo general. Evidentemente, y debido a las características de este trabajo, no vamos a poder realizar un tratamiento individualizado de cada una de ellas, sino que el tratamiento va a tener un carácter global.

1. Mercados mayoristas.

- a) Normativa común para unos mercados de valores y derivados integrados.
- b) Constitución de capital a escala de la UE.
- c) Información financiera.
- d) Creación de un mercado único de fondos de pensiones complementarias.
- e) Garantías.
- f) Marco seguro y transparente para reestructuración de las actividades internacionales.

2. Mercados minoristas.

- a) Información y transparencia.
- b) Procedimientos de reparación judicial.
- c) Aplicación equilibrada de las normas de protección del consumidor.
- d) Preparación de una actividad financiera minorista a través de medios electrónicos.
- e) Mediadores de seguros.
- f) Pagos transfronterizos al por menor.

3. Estructuras de supervisión adecuadas.

4. Condiciones generales para un mercado financiero de la UE eficiente.

- a) Gobierno de la empresa.
- b) Tributación.

con la inversión, para lo cual se deberá trabajar en materia de prospectos/folleto, al objeto de lograr su reconocimiento mutuo y evitando la aplicación de requisitos nacionales adicionales; igualmente, se debe incidir sobre la información financiero/contable ya que reiteradamente se ha puesto de manifiesto que una información susceptible de ser comparada, transparente y fiable es fundamental para un mercado de capital integrado y eficiente, todo lo cual implica su elaboración conforme a una normativa única. Dicha normativa debe reflejar la evolución de las prácticas que se consideren mejores a nivel internacional permitiendo así a las empresas europeas obtener capitales en los mercados internacionales. Estas indicaciones servirán para perfilar las modificaciones que han de sufrir la cuarta y séptima Directivas sobre Derecho de sociedades para permitir una contabilización por el valor justo. Se ha de trabajar igualmente en torno a la Directiva sobre firmeza de la liquidación, lo cual refleja la importancia que poseen las normas comunes en materia de garantías para los sistemas de pagos y negociación de valores.

Las normas aplicables a los prestadores de servicios de inversión, que deberían poder actuar en todo el ámbito de la UE sin duplicar formalidades, reclaman también una revisión de la Directiva de Servicios de Inversión, para evitar que los países de acogida del servicio sigan manteniéndose firmes en la aplicación de su propia normativa a las empresas. Es también necesario crear un modelo común de gobierno de las empresas que pueda facilitar la integración de los mercados al por mayor, para lo cual las iniciativas clave son las relativas al traslado de sede social (decimocuarta Directiva sobre Derecho de sociedades), así como los procedimientos sobre las OPAs (Decimotercera Directiva sobre Derecho de sociedades) y el Estatuto de la Sociedad Europea al objeto de proporcionar la base jurídica necesaria para los accionistas minoritarios y una organización más racional de las estructuras jurídicas de las sociedades en el mercado único.

La prestación de servicios directamente del prestador al consumidor a escala transfronteriza sigue estando en gran medida infradesarrollada y desprotegida. Por ello, *los mercados al por menor deben ser abiertos y seguros* para permitir a consumidores y proveedores aprovechar las ventajas de unas mayores posibilidades de elección y unas condiciones de competencia inherentes al mercado único con el objetivo de ofrecer protección y garantías frente a una situación en la que todavía los Estados miembros seguían aplicando sus normas nacionales.

Para tales mercados el Plan de acción desarrolla un planteamiento fundamentalmente dirigido a la protección de los consumidores contra las prácticas comerciales injustas, proporcionándoles a la vez ayuda para buscar las mejores ofertas del mercado. Una información clara y comprensible para los consumidores (sobre las características del contrato; el proveedor del servicio y la inver-

sión propuesta) es de crucial importancia para permitirles invertir un volumen considerable de ahorro en otro Estado miembro. Para otorgar una protección eficaz y equilibrada es esencial además atraer su confianza estableciendo sistemas para la solución de diferencias que sean justos, amistosos y eficientes en toda la Unión, partiendo de la premisa clara de que la posibilidad de recurrir a organismos extrajudiciales nunca puede suprimir el derecho de los consumidores de dirigirse a los tribunales judiciales ⁽⁶⁾.

Junto a estos logros se precisa también promover una distinción clara y común entre usuarios profesionales y no profesionales de los servicios financieros; esto es, establecer una mayor diferencia entre las distintas categorías de consumidores de servicios financieros puesto que el inversor institucional/profesional requiere de una protección menos intensa que la que puede necesitar un consumidor medio ⁽⁷⁾.

En la actividad financiera minorista, se han ido instalando como instrumentos fundamentales de actuación el comercio electrónico y los sistemas comerciales alternativos que permitirán a los proveedores ponerse en contacto con los potenciales usuarios de otros países con unos costes de distribución mínimos, todo lo cual requiere la regulación oportuna (Directivas sobre comercio electrónico y sobre ventas a distancia de servicios financieros). Esta situación

⁽⁶⁾ Para lograr este objetivo, la Comisión decidió basar su acción en su propia Recomendación relativa a los principios aplicables a los organismos encargados del tratamiento de los asuntos de mutuo acuerdo (97/257 de 30 de marzo de 1998) y seguir la metodología prevista en ella. El 1 de febrero de 2001 la Comisión lanza la red FIN-NET para facilitar la resolución extrajudicial de los litigios en el ámbito financiero cuando el prestador de servicios está establecido en otro Estado Miembro. La red FIN-NET agrupa a más de 35 órganos de mediación especializada (bancos y seguros) o generales (litigios de consumo). Todas las categorías de servicios financieros al por menor están cubiertas pues se pretende que el sistema no constituya un obstáculo al desarrollo del comercio electrónico ni al de las prestaciones transfronterizas; más bien su finalidad es reforzar la confianza de los consumidores proponiéndoles alternativas simples, rápidas y poco costosas a los procedimientos tradicionales de la justicia.

Junto a esta red, los Dispositivos Alternativos de Resolución de litigios (DAR), que son el resultado de una voluntad política de los Estados Miembros de hacer los intercambios transfronterizos tan simples como a nivel nacional, recibirán un fuerte impulso con el euro. En la práctica, gracias a FIN-NET, el denunciante podrá, mediante el DAR de su país de origen, entrar en contacto con el país donde reside el prestador de servicios. FIN-NET completa además la red EJE (Red Extrajudicial Europea) que constituye una red más general que DAR y que se sitúa en el entorno de las directrices de la Comisión “Cómo hacer valer sus derechos en el mercado único europeo”.

⁽⁷⁾ Resulta conveniente aclarar que, en realidad, esta actuación forma parte del primer objetivo estratégico en sentido estricto, aunque también nos hemos encontrado con alusiones respecto al segundo; por ello, hemos decidido incluirlo aquí para completar las referencias respecto a la protección del consumidor de servicios financieros.

debe ir acompañada de una moderna infraestructura de pagos transfronterizos de escasa cuantía, eficiente, segura y a bajo coste para los consumidores, en condiciones comparables a las de los sistemas de pagos nacionales, que permitan a los ciudadanos el aprovechamiento de las ventajas de la moneda única.

Las estructuras de supervisión deben ser adecuadas. En esta materia resultaba imprescindible definir con claridad las responsabilidades y los mecanismos de coordinación entre todos los organismos nacionales y comunitarios implicados en la tarea de supervisión financiera. El compromiso de la UE iba dirigido a eliminar las posibles lagunas y a mantener unos niveles elevados de regulación cautelar para las instituciones financieras que deberían revisarse y actualizarse en función de la evolución del mercado y estar acompañados de los requisitos de capital de los bancos, entidades de seguros y empresas de servicios de inversión adecuados a los niveles de riesgo asumido. Incluso, se planteaba la posibilidad de crear una autoridad de supervisión única para todo el mercado o, al menos, que coordine la supervisión de los sistemas financieros, pues hasta el momento las decisiones sobre las disposiciones adecuadas de supervisión se determinaban a nivel nacional, habiéndose desarrollado distintos modelos por los Estados miembros. En todo caso, una vez más se ponía el acento en la necesidad de confianza mutua en la eficacia de la regulación y supervisión financiera de los distintos países.

Por su parte, el objetivo general previsto en el PASF consiste en el establecimiento de unas *condiciones generales o más amplias para un mercado financiero óptimo y eficiente*. Para ello debían abordarse dos materias clave; en primer lugar, las disparidades entre los regímenes fiscales de los distintos Estados miembros, eliminando los posibles obstáculos derivados de esas diferencias y creando medidas paralelas encaminadas a suprimir o reducir los riesgos de distorsión y fraude y evasión fiscales.

En segundo lugar, la UE se proponía operar en el ámbito del gobierno de las empresas, estableciendo medidas de homogeneización para allanar el desarrollo del mercado financiero de la UE.

2. Como ya se ha señalado, las medidas incluidas en el PASF se clasifican en tres niveles distintos de prioridad. Por **medidas de prioridad 1** se entienden aquellas respecto a las cuales existe un consenso generalizado en cuanto a la urgencia de tales medidas que son consideradas *verdaderamente esenciales* para el aprovechamiento de las ventajas derivadas de la introducción del euro y para garantizar la competitividad del sector, sin olvidar los intereses de los

consumidores. Para ellas se establece un breve calendario en función de si han tenido lugar o no iniciativas legislativas sobre una determinada materia ⁽⁸⁾.

Las **medidas de prioridad 2** son aquellas que la Comisión considera *importantes* para el funcionamiento del mercado único de servicios financieros. Se trata fundamentalmente de medidas de modificación de la legislación vigente o de adaptación de las estructuras para superar los desafíos planteados.

Por último, las **medidas de prioridad 3** son las pensadas para abordar importantes ámbitos en los que exista un consenso claro y general sobre la *necesidad de emprender nuevos trabajos* encaminados a configurar una política coherente a finales del período de transición del euro.

3. Materia muy importante es, sin duda, el procedimiento a seguir para alcanzar los objetivos previstos. En este sentido no se ha discutido nunca que la forma en que se había de aplicar el programa marco de trabajo era decisiva para su realización. Por ello se pensó ya en el plan en la necesidad de tres **mecanismos**: la actualización de las prioridades intersectoriales; la selección de las mejores soluciones técnicas disponibles, y una rápida aplicación de las soluciones acordadas. Los tres van en la línea de acortar plazos y buscar la máxima eficacia.

El primer mecanismo formal implicaba un replanteamiento de la organización de las estructuras y procedimientos utilizados para actuar en materia de servicios financieros de tal modo que sin perjuicio del derecho de iniciativa de la Comisión se pueda trabajar en un contexto más amplio apoyado por otros foros o grupos de expertos. Operar de este modo implica que han tenido lugar planteamientos previos en los que se ha puesto de manifiesto cómo los enfoques parciales de los problemas son inadecuados en una situación en la que los grupos y conglomerados financieros son muy habituales, desdibujándose los límites entre los distintos sectores de actividad. Por tanto, lo que se estaba requiriendo era una visión global e intersectorial para establecer eficazmente cuáles son en realidad las iniciativas legislativas a las que debe darse una mayor prioridad, evitando al tiempo las tensiones que por este motivo pueden surgir entre los distintos segmentos de los mercados financieros.

(8) En concreto, establece el PASF que en aquellos casos en los que ya se habían presentado propuestas legislativas se invitaba al Parlamento Europeo y al Consejo a que tomaran las medidas necesarias para llegar a un acuerdo sobre el mayor número posible de ellas antes del 1 de enero de 2000. Igualmente, la Comisión indicaba que cuando sea necesaria una iniciativa se debían proponer sin demora las acciones necesarias; se invitaba además al Parlamento y al Consejo a que, sobre la base de los trabajos preparatorios necesarios de la Comisión, se garantizase un rápido acuerdo en el plazo de dos años o a más tardar en el plazo de transición del euro, y procediesen sin demora a la aplicación de las medidas establecidas.

Por otra parte, las mejores soluciones a un problema suelen proceder del trabajo conjunto. En este sentido, la aplicación del PASF requiere de las aportaciones de las autoridades nacionales que se encargan de la regulación y supervisión de los mercados cuyas sugerencias incluso podrían incluirse durante la elaboración de las iniciativas comunitarias. Y lo que resulta cierto es que la Comisión debe asesorarse por una amplia lista de expertos para cada caso particular.

La rapidez en la aplicación de las soluciones adoptadas busca también la eficacia y el evitar la obsolescencia en un mercado tan cambiante, huyendo igualmente de provocar anquilosamientos tanto en las estructuras de los mercados como en el comportamiento de sus operadores. Para ello se estableció un acuerdo general sobre la necesidad de minimizar los períodos necesarios para tomar decisiones sobre acciones individuales. Una de las iniciativas al respecto consiste en la posibilidad de utilizar la vía del artículo 251 del Tratado [antiguo artículo 189.B)] para acelerar el proceso legislativo en el ámbito de los servicios financieros, para lo cual la Comisión debía iniciar debates informales con el Parlamento Europeo y los Estados miembros sobre la forma de aplicación de los procedimientos de codecisión contemplados en aquel artículo⁽⁹⁾.

(9) El llamado Comité de *sabios* nombrado en torno a este proyecto y presidido por el barón Lamfalussy, que ya instó a las autoridades europeas a que adelantasen la fecha límite de integración de los mercados al año 2004, planteó la posibilidad de acelerar aún más el proceso de aprobación de las normas que afectan a los mercados financieros. Para ello las directivas comunitarias se convertirían en leyes-marco que serían desarrolladas después por reglamentos aplicándose para su elaboración el sistema de vía rápida. La Comisión mantendría el derecho de iniciativa para promover los reglamentos y medidas técnicas de ejecución de las directivas pasando sus propuestas con anterioridad por un comité europeo de valores en el que estarían representados los operadores, los usuarios y los consumidores. Tras su dictamen la Comisión presentaría el texto definitivo a aquel comité que deberá votarlo en un plazo máximo de tres meses. A continuación sería adoptado por la Comisión y entonces entraría en vigor. Eso sí, este proceso deja al margen al Parlamento en la toma de decisiones. El *comité europeo de valores* ha sido creado por una decisión de la Comisión de 6 de junio de 2001 (DOCE de 13 de julio de 2001; 2001/528/CE). Se establece como órgano consultivo sujeto a los actos legislativos específicos propuestos por la Comisión, por el Parlamento Europeo y el Consejo. Su papel será asesorar a la Comisión sobre cuestiones de política así como proyectos de propuestas que la Comisión puede adoptar en el ámbito de los valores mobiliarios y estará formado por representantes de alto nivel de los Estados miembros. Paralelamente se crea otro órgano consultivo, el *comité de responsables europeos de reglamentación de valores* (2001/527/CE). Por su parte, Comisión y Parlamento alcanzaron el 14 de marzo de 2002, después de más de un año de negociaciones, un acuerdo para agilizar la aprobación de las normas financieras en el cual se da a la Eurocámara un plazo de tres meses para que analice los proyectos y se pronuncie de un modo adecuado. El acuerdo, como ya hemos señalado, sólo afecta a las medidas de segundo nivel que constituyen la ejecución de la normativa marco formada por directivas y reglamentos.

III. DESARROLLO DEL PLAN: LOS INFORMES PROVISIONALES

Dado el carácter y significado del PASF, éste no podía mantenerse como un documento único. Todo lo contrario, el Plan sienta unas bases que deben ser revisadas y reelaboradas constantemente adecuándolas al desarrollo de los acontecimientos; además el Consejo Europeo invitó a la Comisión a que le informara regularmente sobre los avances realizados. Esta labor ha sido desempeñada por los informes provisionales que, con una periodicidad prácticamente semestral, se han ido emitiendo desde noviembre de 1999, seis meses después de la publicación del PASF, siendo elaborados con la asistencia de representantes personales de los ministros de Economía y Finanzas reunidos en el GPSF.

El **primer informe**, con fecha de **29 de noviembre de 1999, COM (1999) 630**, y sin título propio a diferencia de los posteriores y uno de los más breves, refleja los primeros avances del proyecto sin resultar menos relevante en lo que a progresos se refiere por el escaso tiempo transcurrido, sino que más bien al contrario fueron muchas las iniciativas que se tomaron durante esos meses, y las ya tomadas progresaron, constatándose también la ausencia de progreso en ciertas materias concretas (fundamentalmente, una tan clásica como la Directiva sobre OPAs) aunque el informe se concentró particularmente sobre los progresos legislativos hechos realidad, conteniendo una descripción punto por punto de los avances en el anexo. Además, la continuidad que supuso en un momento tan crucial impulsó definitivamente los trabajos en el GPSF y en los restantes Comités de expertos sobre la materia así como discusiones preliminares informales con representantes del Parlamento Europeo para encontrar los medios para debatir las grandes orientaciones de política en la materia, haciendo surgir en todos ellos un sentimiento de urgencia para la creación del mercado único.

Por su parte, el Consejo Europeo de Lisboa (23 y 24 de marzo de 2000) dio un paso muy importante para el establecimiento de un mercado integrado de los servicios financieros y de capitales en la UE al reclamar que el PASF estuviera completado en el año 2005, para lo cual se debe acelerar el ritmo de trabajo estableciéndose un calendario riguroso⁽¹⁰⁾. A partir de entonces, y a pesar de

(10) En este Consejo los Jefes de Estado y de Gobierno reconocieron la importancia decisiva de poseer unos mercados financieros eficientes para la competitividad de Europa a largo plazo y para el desarrollo de la nueva economía, siendo el objetivo estratégico de la Unión Europea para los diez próximos años convertirse en *“la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo, capaz de crecer económicamente de manera sostenible con más y mejores empleos y con mayor cohesión social”*.

que el denominado Comité de sabios presidido por el Barón Lamfalussy⁽¹¹⁾ pidió que se adelantase la integración de los mercados financieros al año 2004, ésta ha sido la fecha manejada para la total puesta en práctica del Plan⁽¹²⁾ y la consecución de los objetivos fijados.

Siguiendo la secuencia temporal marcada, el **segundo informe provisional** llega en mayo del 2000, **COM (2000) 336, 30 de mayo de 2000: “Avances en los Servicios financieros”**. Este documento supone una segunda evaluación de los progresos, la orientación y los resultados de la integración de los servicios financieros y considera además las áreas que requieren una aceleración o una nueva orientación política.

En concreto, manifiesta que dos son las materias que reclaman una mayor reflexión o readaptación, situándose ambas en el primer objetivo estratégico (un mercado mayorista único en la UE): facilitar el acceso a los mercados de capitales y mejorar la estabilidad financiera, estableciéndose para ello cinco áreas prioritarias de actuación. Había que avanzar en la consecución de un pasaporte único para los emisores, lo que implicaba trabajar en un proyecto de Directiva sobre admisión a cotización y folletos de oferta pública; en segundo lugar, mejorar la posible comparación de los estados financieros de las empresas estableciendo un marco único de información financiera (para las cuentas anuales consolidadas), fundamentalmente, para las empresas que cotizan en bolsa. La estandarización de las normas de presentación de las cuentas de las empresas que cotizan es la mejor forma de garantizar la transparencia y divulgación necesarias para apoyar el comercio transfronterizo de valores, siendo las normas internacionales de contabilidad (NIC) la base óptima para una información financiera comparable en Europa; una tercera actuación prioritaria se refiere a la eliminación de las barreras a la inversión para los fondos de pensiones y los OICVM (Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios). Para los fondos se pretendía una normativa que supusiese la disminución de las restricciones cuantitativas en la proporción de los activos que pueden invertirse en valores; para los OICVM la propuesta legislativa fundamental consistía en aumentar las posibilidades de inversión que pueden realizar los fondos de inversiones a la hora de vender participaciones de su fondo en un contexto transfronterizo. En cuarto lugar, este segundo informe provisional llama la atención sobre la mejora del funcionamiento de los mercados transfronterizos de venta y

(11) Comité de expertos sobre la reglamentación de los mercados de valores mobiliarios creado por el Consejo ECOFIN el 17 de julio de 2000, a iniciativa conjunta de la Presidencia francesa y de la Comisión.

(12) Igualmente, en el Consejo de Lisboa se estableció la necesidad de garantizar la plena aplicación del Plan de Acción de Capital Riesgo a más tardar en 2003.

recompra a través de la elaboración de una Directiva relativa a las garantías que eliminara una importante fuente de incertidumbre legal al reducir el riesgo de contrapartida y liquidación.

De gran interés es la última de las medidas prioritarias de actuación que iba a incidir sobre la DSI (Directiva de servicios de inversión) considerada como la piedra angular del marco normativo de la UE en materia de integración de los mercados de valores. A pesar de la fecha no muy lejana de su elaboración (1993) esta norma demandaba ya modificaciones fruto de la reflexión sobre los cambios que se están produciendo en las bolsas de valores, fundamentalmente, su desmutualización con la entrada de elementos ajenos a las mismas en su gestión. Y todavía seguía siendo necesaria en la DSI una distinción clara entre el inversor *sofisticado* y el inversor *al por menor*.

También se incide de modo especial sobre el tercer objetivo estratégico (unas estructuras de supervisión adecuadas), reconociendo el informe la necesidad de consolidar en mayor medida la cooperación entre supervisores nacionales para responder a los problemas transfronterizos y desarrollar planteamientos comunes para abordar las nuevas formas de riesgo que se asumen en los mercados. Sin embargo, dicha cooperación no podía ya circunscribirse únicamente a los países miembros de la Unión como tampoco resultaba suficiente, para conseguir que la ampliación sea un éxito, trasponer sin más el marco legislativo de la UE en materia de servicios financieros. Si se tiene en cuenta que la licencia única y el control en el país de origen van a ser parte integrante de un mercado interior más amplio de servicios financieros, la eficacia de la supervisión en los países candidatos a la adhesión va a ser tan decisiva como la existencia de la propia legislación. Así pues, si sólo unas normas rigurosas y exactas sobre la supervisión cautelar pueden sentar las bases adecuadas para un mercado interior más amplio, ha de ponerse el mayor énfasis posible en la consolidación institucional y en la asistencia en la supervisión en el contexto de las preparaciones de las adhesiones que van a tener lugar.

Decir, a modo de resumen final, que a la fecha en que se presentó este segundo informe (30 de mayo de 2000) ninguna acción legislativa de las previstas en el PASF había finalizado con éxito (sólo dos Comunicaciones de la Comisión culminan con este resultado: la relativa a regímenes de fondos de pensiones y la que se refiere a un mercado único de pagos), pero sí resulta patente el progreso a la hora de resolver los objetivos establecidos por el Plan.

Este segundo informe de la Comisión fue seguido de un dictamen del Comité Económico y Social sobre “Los desafíos de la UEM para los mercados financieros” presentado en la sesión de 21 de septiembre de 2000 y publicado el 20 de diciembre de 2000. En el citado dictamen, se manifiestan claramente cuales son los dos desafíos fundamentales para los agentes encargados de lograr el Mercado Financiero Único: el primer desafío valorable desde un punto de

vista técnico implica la elaboración de normas comunes de funcionamiento, frente a la situación existente en la que los mercados nacionales vienen funcionando siguiendo métodos y principios resultantes de una larga adaptación de sus propios usos. El segundo desafío es de carácter temporal y por tanto derivado de la brevedad de los plazos para alcanzar los objetivos previstos. Igualmente, en este documento se hace un repaso de las iniciativas legislativas más urgentes para alcanzar los objetivos previstos siempre acompañadas con la introducción del euro.

El **tercer informe provisional COM (2000) 692, 8 de noviembre de 2000, “Servicios financieros: prioridades y avances”** es a nuestro juicio uno de los documentos claves en el devenir de este proceso, al fijar de una manera muy clara los progresos logrados pero haciendo especial hincapié en todo aquello que queda por hacer. Supuso, por otro lado, un fuerte empujón a la política que de una forma un tanto dubitativa se estaba siguiendo hasta el momento, al tratar los diversos asuntos con un talante decisorio ciertamente positivo: *“La Comisión no puede permitir ninguna desviación significativa en los avances realizados...”*. *“Los avances en el establecimiento de acuerdos y en la aplicación de estas propuestas debe ser rápido...”*. *“La Comisión considera que se debe seguir trabajando imperativamente sobre la base del PASF si se quiere respetar el plazo del 2005...”*. El contenido de este informe supuso una revisión de todo el Plan seleccionando mejor sus prioridades e indicando para cada una de ellas el camino a recorrer para cumplir el plazo del 2005. En este sentido, la Comisión estableció, por un lado, diez prioridades a lograr en los próximos seis meses y otras diez propuestas hechas también por la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo para alcanzarlas en ese mismo período de tiempo ⁽¹³⁾, re-

(13) Para mejorar la coordinación interinstitucional entre la Comisión, el Consejo y el Parlamento se creó un Grupo de alto nivel con la denominación “Grupo de 2005”. Se trata de un grupo de trabajo informal cuyos objetivos consisten en coordinar los calendarios de trabajo para evitar retrasos en las medidas del PASF, intercambiar puntos de vista sobre asuntos políticos importantes en tales medidas y para ponerse al día sobre los avances logrados. Se crearon también seis “grupos de discusión” integrados por expertos en los mercados para estudiar los aspectos prácticos y técnicos de las medidas del Plan.

Las diez prioridades de la Comisión para los próximos seis meses se agrupan en tres apartados:

Mercado único de inversores profesionales en la UE.

1. Modernizar las dos Directivas sobre folletos.
2. Seguimiento legislativo de la comunicación sobre la estrategia contable de la UE.
3. Directiva sobre utilización transfronteriza de garantías.
4. Comunicación de la Comisión sobre la modernización de la Directiva sobre Servicios de Inversión.
5. Comunicación de la Comisión sobre la aplicación de las normas de conducta. Artículo 11 de la DSI.
6. Directiva sobre manipulación de mercados.

flejándose así la responsabilidad colectiva de las tres instituciones comunitarias y de los Estados Miembros.

En particular, se constata un importante avance en el segundo objetivo estratégico y, por tanto, en los asuntos relacionados con los consumidores y los pequeños inversores en los mercados al por menor al acelerarse considerablemente la política para los servicios financieros por medios electrónicos y la comercialización a distancia de los mismos. Igualmente, se logran avances en materia de procedimientos que va a permitir a los consumidores acudir a recursos de carácter extrajudicial. También recibe especial atención el sistema de pagos transfronterizos al por menor.

En los mercados de los grandes inversores (primer objetivo estratégico), continúa siendo fuente de gran preocupación la propuesta de la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición así como la adaptación de la normativa contable a las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC). Avances significativos se logran en la Directiva de Servicios de Inversión y, en concreto, sobre la aplicación de las normas de conducta con arreglo al artículo 11 de la misma.

Mercados de pequeños inversores abiertos y seguros.

7. Libro Verde de la Comisión sobre una política de servicios financieros por medios electrónicos.

Normas cautelares sólidas.

8. Creación de un Comité de valores mobiliarios.
9. Directiva sobre normas cautelares para los conglomerados financieros.
10. Directivas relativas al capital de los bancos y de las empresas de inversión.

Las diez prioridades propuestas por la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo para los próximos seis meses se dividen en cuatro apartados.

Mercado único de inversores profesionales en la UE:

1. Directiva relativa a la supervisión cautelar de los fondos de pensiones complementarios.
2. Las dos Directivas sobre los OICVM.
3. Estatuto de la Sociedad Europea.
4. La Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición.

Mercados de pequeños inversores abiertos y seguros:

5. Directiva sobre la comercialización a distancia de servicios financieros.

Normas cautelares sólidas:

6. Directiva relativa al saneamiento y liquidación de empresas de seguros.
7. Directiva relativa al saneamiento y liquidación de los bancos.
8. Modificaciones a la Directiva sobre blanqueo de dinero.

Condiciones más amplias:

9. Directiva sobre imposición del ahorro.
10. Aplicación del Código de conducta de diciembre de 1997 sobre fiscalidad de las empresas.

En materia de normas cautelares (tercer objetivo estratégico) se trabaja sobre todo en las Directivas relativas al saneamiento y liquidación de las entidades de crédito y de las empresas de seguros, así como sobre el blanqueo de dinero y la supervisión de los conglomerados financieros.

Otro de los datos por los cuales afirmamos la importancia de este tercer informe es el haber establecido, a propuesta del Consejo ECOFIN, posibles **indicadores** de los avances para la consecución de un mercado integrado de los servicios financieros de la UE, y para evaluar los posibles beneficios económicos obtenidos. Con este objeto se elabora una lista no exhaustiva de indicadores que pueda contribuir a una supervisión de todo el proceso⁽¹⁴⁾.

Destacar, por último, del mismo modo que hicimos con el segundo informe provisional, que a la fecha del tercero ninguna iniciativa legislativa había culminado con éxito. Igual que la vez anterior sólo se finalizaron determinadas Comunicaciones de la Comisión (sobre regímenes de pensiones por capitalización; sobre la libre prestación de servicios y el interés general en el sector de seguros; la relativa a un mercado único de pagos; sobre la divulgación de los instrumentos financieros). Igualmente se adoptó una propuesta de Directiva sobre dinero electrónico y se produjo la modificación de las Directivas de seguros y de servicios de inversión para permitir un intercambio de información con terceros países.

El **cuarto informe provisional** llega como ya había sido anunciado por el tercero a mediados de 2001: **COM (2001) 286, 1 de junio de 2001, “Servicios financieros. Desafíos políticos”**. Con él se pone de manifiesto cómo el Plan ha entrado ya en una dinámica de actuación sólida y aparentemente sin retroce-

(14) La lista es la siguiente:

Tendencias de la admisión y capitalización de nuevas empresas en bolsas de la UE.

Tendencias en la inversión extranjera en la UE.

Avances en la utilización de garantías transfronterizas en los mercados financieros de la UE.

Fusiones y adquisiciones en el sector de los servicios financieros de la UE y tendencias hacia la consolidación de los mercados.

Desarrollo de regímenes de pensiones por capitalización en los Estados Miembros de la UE.

Desarrollo del uso de los principios contables NIC y de los principios de contabilidad generalmente aceptados (US-GAAP) por parte de las empresas con cotización en bolsa de la UE.

Comparación entre Estados miembros de los costes de financiación (deuda, fondos propios), los costes de gestión de activos (adquisición, venta de acciones) y los costes financieros generales de los productos.

Prestación, penetración y costes de las operaciones de los servicios financieros en línea en la UE.

sos⁽¹⁵⁾, con el convencimiento cada vez mayor de que cuanto más fuerte sea internamente el sector financiero en Europa, más fuerte será externamente en los mercados mundiales y en las negociaciones comerciales internacionales. Al menos ésta es la pretensión de las autoridades comunitarias. Se produce también en esta fase un desplazamiento en la toma de decisiones de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo sin que ello signifique la pérdida de protagonismo de la Comisión. El informe pone igualmente de manifiesto los importantes y continuos cambios que se están produciendo en el sector financiero en Europa. Es ésta la época en la que se producen las primeras alianzas europeas entre bolsas de valores (EURONEXT) y se consolidan importantes operaciones de fusión y adquisición transfronteriza e intersectorial entre entidades financieras.

Los avances (también lo que aún queda por hacer) siguen siendo significativos y así se expone en las conclusiones del informe: *“El balance general a finales de mayo de 2001 es positivo. De las 42 medidas iniciales del PASF ya se han completado 16. Tan sólo quedan por hacer 6 propuestas legislativas por parte de la Comisión de conformidad con el calendario del PASF...”*⁽¹⁶⁾. Por su parte, el Consejo y el Parlamento Europeo discutían por aquel entonces un conjunto de 18 medidas. En el informe se manifiesta, igualmente, que hasta la fecha la Comisión ha realizado todas sus propuestas a tiempo, incluso se comprometió en el mismo a realizar todas ellas antes de que finalizase el año en curso; se aprecia, sin embargo, un mayor retraso en la toma de decisiones por el Consejo y el Parlamento. Claramente se constata esta situación si se tiene en cuenta que la Comisión culminó nueve de las diez prioridades previstas en el tercer informe provisional, mientras que de las prioridades del Consejo y el Parlamento sólo se finalizaron dos⁽¹⁷⁾.

(15) El Consejo Europeo de Estocolmo (23 y 24 de marzo de 2001) reafirma el plazo del 2005 para la aplicación del PASF, aunque lo adelanta para los mercados de valores a 2003, idéntica fecha que para los mercados de capitales de riesgo.

(16) Tales propuestas legislativas que a la fecha indicada aún no habían sido realizadas, y que todavía hoy algunas de ellas siguen en similar estado, eran: actualización de los requisitos de divulgación periódica; la Directiva sobre servicios de inversión; las propuestas sobre suficiencia de capital; la Décima Directiva en materia de Derecho de sociedades sobre fusiones transfronterizas; la Decimocuarta Directiva sobre Derecho de sociedades relativa a la transferencia de sede social; y las modificaciones de la Cuarta y Séptima Directivas sobre Derecho de sociedades relativas a la contabilidad por el valor justo.

(17) Sobre estas prioridades, vid. n. 13. En concreto, la prioridad no lograda por la Comisión se refiere a las Directivas relativas al capital de los bancos y de las empresas de servicios de inversión. Por su parte, los logros del Consejo y Parlamento son la Directiva 2001/17/CE de 19 de marzo de 2001 relativa al saneamiento y liquidación de las compañías de seguros y la Directiva 2001/24/CE, de 4 de abril, relativa al saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito.

Señalar por último respecto a este informe que persiste una preocupación fundamental en tres materias: planes de pensiones, comercio electrónico y blanqueo de capitales donde se no logran los avances esperados.

El **quinto informe provisional COM (2001) 712, de 30 de noviembre de 2001: “Un mercado financiero integrado. Europa tiene que estar al día”**, es uno de los más breves y estuvo totalmente mediatizado por los sucesos del 11 de septiembre y la inestabilidad financiera subsiguiente, motivando que quedaran reforzadas otras prioridades como la Directiva sobre el blanqueo de dinero, suavizando las normas del secreto bancario e incrementando la transparencia de las entidades, o sobre el abuso del mercado que pretende garantizar la protección de los mercados financieros contra las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado. No se olvidan, sin embargo, otros fines ante la entrada inminente del euro en la vida de los ciudadanos europeos, por lo cual el esfuerzo político debía ir dirigido a aumentar la protección del consumidor y a simplificar el comercio transfronterizo en los mercados al por menor.

Hay un dato común que comparten los informes cuarto y quinto como es la inexistencia en su contenido de los avances detallados y periódicamente actualizados de la aplicación de las medidas del Plan. La visión es por tanto mucho más general. Desde este punto de vista muestra que 25 medidas del Plan están concluidas a esa fecha destacando particularmente dos en este semestre: el acuerdo político sobre el estatuto de la Sociedad Anónima Europea, Reglamento (CE) núm. 2157/2001 del Consejo de 8 de octubre de 2001 (independientemente de que su contenido no haya satisfecho a muchos) y la adopción de la Directiva sobre blanqueo de dinero 2001/97/CE, de 4 de diciembre de 2001. Sin embargo, la Comisión todavía está preparando ocho medidas de las cuales seis son propuestas legislativas, lo cual indica un avance escaso respecto al período anterior, preocupación fundamental de aquel órgano, pues piensa que puede afectar a la credibilidad de las declaraciones políticas de los sucesivos Consejos Europeos; en cambio, las medidas en estudio en el Consejo y Parlamento Europeo se han reducido a nueve.

A pesar de estos progresos, hay materias que se encuentran bloqueadas; el caso más significativo es el de la propuesta de Directiva sobre ofertas de adquisición, que en el calendario óptimo inicial del Plan debería haber sido adoptada en el 2000. El 4 de julio de 2001 tras más de dos lustros de negociaciones fue rechazado por el Parlamento el texto de compromiso al que se había llegado el 6 de junio de 2001 entre el Consejo y el Parlamento Europeo. Se hizo necesaria una nueva propuesta que deberá tener en cuenta las recomendaciones de un

Grupo de alto nivel de expertos en Derecho de sociedades, creado por la Comisión en septiembre de 2001⁽¹⁸⁾.

Preocupa también el que no se logren avances en tres de las prioridades definidas por el Consejo: las Directivas propuestas sobre folletos; conglomerados financieros y el Reglamento propuesto sobre Normas Internacionales de Contabilidad, e igualmente se propone intensificar las actuaciones sobre tres medidas como son intermediarios de seguros, fiscalidad del ahorro y abuso del mercado.

Como declaración final este informe lanza un mensaje importante: las medidas iniciales previstas en el PASF no van a ser suficientes para alcanzar el objetivo del Mercado Financiero Único, de modo que probablemente deberán adoptarse más medidas, tanto legislativas como no legislativas, cuestión que deberá ser concretada en los sucesivos informes provisionales.

El **sexto** y último informe hasta la fecha, **COM (2002) 267, 3 de junio de 2002: “Servicios financieros. Un clima de mejora —pero queda bastante camino por recorrer—”** es mucho más amplio que los anteriores porque de nuevo vuelve a contener un seguimiento completo de todas las medidas que aún quedan por tomar. A pesar de ello existe un Anexo posterior de 22 de julio de 2002 sobre los progresos alcanzados hasta esa fecha ya que se pretende realizar a partir de ahora un seguimiento más exhaustivo, sobre todo de aquello que queda todavía por hacer.

Este sexto informe representa la recogida de los progresos del PASF a la mitad de su calendario de aplicación: de las 42 medidas iniciales del Plan, 26 ya han sido realizadas, aunque se han preparado, como ya adelantamos, otras 5 medidas para responder a los cambios que el mercado ha sufrido en los últimos tiempos⁽¹⁹⁾. En el objetivo 1, un mercado único al por mayor en la UE, se produce a lo largo de este tiempo la adopción de las dos Directivas sobre

(18) En el sexto informe se pone ya de manifiesto cómo, siguiendo las recomendaciones de este Grupo de alto nivel de expertos en Derecho de sociedades, la siguiente propuesta de Directiva sobre las ofertas de adquisición abordará las que se consideran preocupaciones principales del Parlamento Europeo: el problema de la igualdad de trato, la definición de un precio equitativo y la posibilidad de que un accionista mayoritario adquiera las acciones de un accionista minoritario (rescate).

(19) Las 5 nuevas medidas del Plan se refieren: respecto al objetivo estratégico 1, la necesidad de emitir una comunicación sobre compensación y liquidación para tener en Europa unos sistemas eficaces entre fronteras que permitan aprovechar las ventajas de un sector financiero integrado; en el objetivo estratégico 2, se establece también una nueva medida que se refiere a la necesidad de establecer regímenes de garantías del seguro en caso de liquidación de una compañía tal y como existen para bancos y valores. En el tercer objetivo estratégico se establecen tres nuevas medidas: la supervisión del reaseguro; un proyecto a largo plazo para definir un nuevo marco de solvencia para las compañías de seguros en el ámbito de la UE y la tercera Directiva sobre blanqueo de capitales.

OICVM (Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios), Directivas 2001/107/CE y 2001/108/CE, de 21 de enero de 2002; y en el objetivo 3, normas cautelares y de supervisión, se produce el 5 de marzo de 2002 la adopción de las Directivas 2002/12/CE y 2002/13/CE, por las que se modifican los requisitos de solvencia de las compañías de seguros.

En muy breve espacio de tiempo, concretamente a lo largo del mes de junio de este año 2002 tal y como se pone de manifiesto en el Anexo de 22 de julio, se adoptan otras tres medidas del Plan: la Directiva relativa a los acuerdos de garantía financiera, 2202/47/CE, de 6 de junio; el Reglamento 2002/3626 del Parlamento Europeo y del Consejo para la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad, adoptado por el Consejo el 7 de junio (ambos documentos pertenecientes al objetivo estratégico 1) y finalmente la Directiva sobre la comercialización a distancia de los servicios financieros, adoptada el 26 de junio de 2002 (objetivo estratégico 2, mercados al por menor abiertos y seguros). Con la mitad del camino recorrido puede comprobarse que los progresos, al menos desde un punto de vista teórico, existen, pero la lista de las tareas pendientes es aún larga y en ella se sitúan temas de gran importancia para conseguir el objetivo previsto. Cuestiones básicas para establecer un marco jurídico común para unos mercados integrados de valores y derivados, como la Directiva sobre prospectos o la modernización de la Directiva sobre Servicios de Inversión, se han ido dilatando con el tiempo y los plazos fijados en el calendario óptimo inicial del PASE, incumplidos. Algo semejante ocurre con la modernización de las disposiciones contables de la Cuarta y Séptima Directivas sobre Derecho de sociedades, necesaria para que los Estados miembros adapten su legislación contable para hacerla compatible con las Normas Internacionales de Contabilidad, cuyo Reglamento de aplicación ya ha sido aprobado.

En Derecho de Sociedades faltan, además de ésta, importantes reformas en las que está trabajando el Grupo de alto nivel experto en esta materia y cuya preocupación fundamental continúa siendo la Directiva sobre ofertas de adquisición. Se precisa presentar la propuesta de Directiva sobre fusiones transfronterizas (décima Directiva sobre Derecho de sociedades) e igualmente la propuesta de Directiva sobre traslado de sede social (decimocuarta Directiva sobre Derecho de sociedades). En este primer objetivo estratégico están pendientes además la actualización de los requisitos de divulgación periódica; la Directiva sobre abuso del mercado; la aplicación de la Directiva sobre firmeza de la liquidación y la Directiva relativa a la supervisión cautelar de los fondos de pensiones complementarias.

En el segundo objetivo estratégico, de menor calado que el primero y donde se precisan menos actuaciones, es necesario seguir trabajando para lograr un incremento de la confianza de los consumidores. Los temas pendientes son: la Directiva sobre mediación de seguros; en el Plan de acción de la Comi-

sión para combatir el fraude y la falsificación en los sistemas de pagos y en el marco jurídico de la UE para pagos en el mercado interior, y continuar el seguimiento del sistema FIN-NET⁽²⁰⁾, donde se prevé la publicación y difusión de un folleto para informar mejor al público sobre su funcionamiento, incrementar la cobertura geográfica y sectorial y establecer nuevas mejoras de la información y la cooperación entre los diversos regímenes.

No quedan muchas iniciativas por tomar en el tercer objetivo estratégico aunque hay que tener en cuenta que de momento es donde más medidas adicionales no previstas en el Plan original se han añadido. En concreto, para continuar contribuyendo al desarrollo de las estructuras de supervisión en la UE y mantener la estabilidad y la confianza en un período de grandes cambios en los mercados, continúan reclamándose la modificación de las Directivas relativas al capital de los bancos y de las empresas de servicios de inversión (en línea con los acuerdos adoptados por el Comité de Basilea) y la Directiva sobre normas cautelares para conglomerados financieros.

El próximo informe provisional, el séptimo se supone, se enviará al Consejo a finales de este año 2002.

IV. CONCLUSIÓN

El PASF y los informes provisionales subsiguientes han permitido contemplar una nueva forma de hacer las cosas llevándola a la práctica con mayores o menores dificultades. La necesidad de culminar un proceso en una fecha predefinida ha obligado a replantearse los plazos de tiempo que eran de rigor para alcanzar un determinado fin e igualmente cuestionarse de forma seria los trámites, a veces muy complejos, que acompañan todo ese proceso. Rapidez y simplificación son dos líneas de trabajo que trataron de implantarse con el PASF desde el principio. Sin embargo, simplificar el trabajo y exponerlo con claridad es un objetivo que no siempre se ha logrado, dado que no todo el contenido de los informes provisionales es original. Resulta, por el contrario, a veces reiterativo, volviendo a reproducir contenidos ya expuestos en documentos anteriores como si se quisieran destacar una y otra vez determinadas cuestiones o circunstancias impidiendo valorar correctamente si estamos ante un auténtico avance; y en otras ocasiones, es la ausencia de acuerdos o de voluntad política para sacar adelante una determinada propuesta la que ha obligado a recoger en posteriores informes medidas que ya tenían que haber sido adoptadas; de ahí la reiteración.

(20) Vid. n. 6.

A pesar de ello, y tal y como señalábamos al principio, el avance se ha producido llevándose a la práctica muchas de las 42 medidas iniciales previstas por el Plan original, aunque después se haya hecho necesario incrementar el número de tales medidas. Todo ello ha debido ir acompañado además de una labor de aceptación y concienciación de las principales ventajas que puede aportar la integración financiera para el conjunto de la Unión, sobre todo si se realiza en el tiempo marcado.

Otra labor importante desarrollada por este proyecto ha sido la identificación de los principales obstáculos políticos que habían bloqueado determinadas propuestas durante un largo período de tiempo. Ello ha sido posible a través de los intensos debates que ha generado este Plan que han dado lugar a una colaboración más intensa entre todas las instituciones de la UE permitiendo sacar las propuestas con una única lectura o a lo sumo con dos.

Aparece, pues, un camino despejado y con un aparente final feliz. Sin embargo, no podemos dejar de preguntarnos si todos estos esfuerzos van a merecer la pena y si los destinatarios de los mismos, la mayor parte consumidores y usuarios y, en definitiva, ciudadanos de a pie como la mayoría de todos nosotros, vamos a percibir directa o indirectamente las ventajas de todo este proceso que se nos ofrece de modo sencillo como un incremento del PIB en el conjunto de la UE. A veces, todo esto produce la impresión de encontrarnos ante elucubraciones teóricas ajenas a la realidad, elaboradas por un grupo de personas igualmente alejadas de la vida real.

CONTRIBUCIÓN DE LA CNUDMI A LA UNIFICACIÓN DEL DERECHO QUE RIGE LA FINANCIACIÓN MEDIANTE CESIÓN DE CRÉDITOS: LA CONVENCIÓN DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE LA CESIÓN DE CRÉDITOS EN EL COMERCIO INTERNACIONAL

SPIROS V. BAZINAS (*)

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

1. Ámbito de aplicación.

- A) Cesiones internacionales y créditos internacionales.
- B) Cesiones nacionales de créditos nacionales.
- C) Cesión y crédito.
- D) Exclusiones y otras limitaciones.
- E) Ubicación.

(*) El Sr. Bazinas es Oficial Jurídico Superior de la Subdivisión de Derecho Mercantil Internacional de la Oficina de Asuntos Jurídicos de las Naciones Unidas, que funciona como Secretaría de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI). Fue Secretario del Grupo de Trabajo sobre Prácticas Contractuales Internacionales de la CNUDMI, que se encargó de elaborar el proyecto de convención sobre la cesión de créditos en el comercio internacional. Los conceptos vertidos en el artículo corresponden a su autor y no reflejan la opinión de la Organización. El presente artículo se basa en otro que se publicó en inglés en *Uniform Law Review*, vol. 10, 2002.

2. Eficacia de la cesión.

- A) Limitaciones legislativas.
- B) Limitaciones contractuales.
- C) Forma.
- D) Transferencia de derechos de garantía.

3. Relación entre el cedente y cesionario.

- A) Autonomía de las partes.
- B) Garantías.
- C) Notificación y pago.
- D) Derecho contractual al producto.

4. Relación entre el cesionario y el deudor.

- A) El principio de la protección del deudor.
- B) Pago liberatorio del deudor.
 - a) *La regla.*
 - b) *Notificaciones múltiples.*
 - c) *Prueba suficiente.*

- C) Excepciones y derechos de compensación.
- D) Renuncia a oponer excepciones.
- E) Modificación del contrato originario.

5. Relación entre el cesionario y otras partes reclamantes.

- A) Reglas de prelación de derecho sustantivo y de derecho internacional privado.
- B) Prelación.
- C) Otras partes reclamantes.
- D) Excepciones de derecho imperativo y de orden público.
- E) Ley aplicable a la prelación sobre el producto.
- F) Reglas de prelación facultativas de derecho sustantivo.

6. Reglas independientes de derecho internacional privado.

- A) Alcance y propósito.
- B) Forma del contrato de cesión.
- C) Ley aplicable a los derechos y obligaciones recíprocos del cedente y el cesionario.

- D) Ley aplicable a los derechos y obligaciones del cesionario y del deudor.
- E) Ley aplicable a la prelación.

7. Cláusulas finales.

II. CONCLUSIÓN.

I. INTRODUCCIÓN

La Convención de las Naciones Unidas sobre la Cesión de Créditos en el Comercio Internacional (en adelante denominada “la Convención”) fue aprobada por la Asamblea General de las Naciones Unidas y quedó abierta a la firma por los Estados en diciembre de 2001 ⁽¹⁾. El principal objetivo de la Convención es facilitar las prácticas de financiación internacional mediante la cesión de créditos, como los préstamos garantizados por bienes, la bursatilización, el facturaje clásico y el facturaje de un único crédito de elevado importe (*forfaiting*) y la financiación de proyectos mediante la cesión de créditos ⁽²⁾.

De este modo, la Convención puede contribuir a promover la disponibilidad internacional de capital y de crédito a tasas más asequibles y a facilitar el movimiento transfronterizo de bienes y servicios (véase el quinto párrafo del

(1) Resolución 56/81 de la Asamblea General, de 12 de diciembre de 2001 (aparecerá en el Anuario de la CNUDMI, 2001, vol. XXXII, que ya es posible consultar en el sitio de la CNUDMI en Internet: <http://www.uncitral.org>). La Convención es fruto de la labor que llevó a cabo en el ámbito intergubernamental la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional durante casi seis años. Entrará en vigor cuando la hayan ratificado cinco Estados (art. 45.1).

(2) Abarca también las prácticas en las que se presta un servicio conexo, excluyendo los de índole financiera; véase el Comentario analítico sobre el proyecto de convención sobre la cesión de créditos en el comercio internacional (A/CN.9/489), párrs. 7 a 13 (se publicará en el Anuario de la CNUDMI, 2001, vol. XXXII, que ya es posible consultar en el sitio de la CNUDMI en Internet, véase la nota 1 *supra*). Se encontrará una relación completa de los trabajos preparatorios en las notas a pie de página 1 a 11 del documento A/CN.9/489. En la bibliografía que figura más adelante pueden verse los análisis de las primeras versiones del proyecto de convención. Véanse también Spiros V. BAZINAS, “An International Legal Regime for Receivables Financing: UNCITRAL’s Contribution”, 8 Duke J. Comp. & Int’l L. 315, 1998; y Carsten BOEHM, “Die Forderungsabtretung”, en *Uncitral-Koventionsentwurf* (Shaker Verlag, Aachen, 2000).

preámbulo) ⁽³⁾. Con miras a cumplir estos objetivos, la Convención elimina los obstáculos jurídicos que entorpecen las prácticas de financiación por cesión de créditos (por ejemplo, ciertas limitaciones legislativas y contractuales) y da a los interesados una mayor certeza sobre ciertas cuestiones jurídicas de fondo de importancia clave (por ejemplo, los efectos de la cesión para el deudor) y sobre cuestiones de derecho internacional privado (por ejemplo, el derecho aplicable a los conflictos de prelación). La finalidad del presente artículo es analizar algunos aspectos fundamentales de la Convención y el valor que tienen para las prácticas de financiación mediante cesión de créditos.

1. **Ámbito de aplicación**

A) Cesiones internacionales y créditos internacionales

La Convención es aplicable a las cesiones internacionales y a la cesión de créditos internacionales (artículo 1.1). Las cesiones internacionales son aquellas en que el cedente y el cesionario se encuentran en distintos Estados (artículo 3). Los créditos internacionales son aquellos en que el acreedor originario (es decir, el cedente) y el deudor se encuentran en distintos Estados (artículo 3). La internacionalidad se determina en el momento de celebración del contrato de cesión. Los ulteriores cambios de ubicación no afectan a la aplicación de la Convención.

Exceptuando las disposiciones relativas al deudor, para que la Convención sea aplicable es preciso que el cedente se encuentre en un Estado Contratante (artículo 1.1). Con arreglo a este criterio, el ámbito de aplicación de la Convención es considerablemente amplio y, por lo tanto, no se hace referencia a la aplicación de la Convención en virtud de las reglas de derecho internacional privado que, de ser aplicables, podrían crear incertidumbre dada su diversidad (véase más adelante la excepción referente a la aplicación de las disposiciones relacionadas con el deudor).

A efectos de la aplicación de las disposiciones de la Convención relacionadas con el deudor, es preciso también que éste se encuentre en un Estado Con-

(3) Los principios generales de la Convención y sus efectos en el derecho interno se analizan con más detalle en Spiros V. BAZINAS, “Le Projet de Convention de la CNUDCI. Ses objectifs et Ses Effets sur les Autres Lois”, 75 *Revue de Droit Bancaire et de la Bourse* 169, 171 a 182, 1999 [citado en adelante como Bazinas, “Le Projet”]; y en Spiros V. BAZINAS, “Die Arbeit von UNCITRAL Im Bereich Der Forderungsabtretung Zur Kreditsicherung”, en *Die Forderungsabtretung, Insbesondere zur Kreditsicherung* (Walther Hadding & Uwe H. Schneider editores, 1999).

tratante o que la ley que rija el contrato originario sea la de un Estado Contratante (artículo 1.3). Este enfoque se basa en la premisa de que, mientras el deudor esté protegido (por ejemplo, la Convención le permite oponer excepciones si no ha habido notificación), tanto si la cesión es eficaz entre el cedente y el cesionario o frente a terceros (que no sean el deudor), no es preciso que el deudor esté situado en un Estado Contratante ⁽⁴⁾. La aplicación de las disposiciones relativas al deudor en virtud de reglas de derecho internacional privado no debería crear incertidumbre, pues se basa en una regla uniforme concreta (que remite a la ley que rige el crédito que, en el caso de los créditos contractuales sujetos a la Convención, es la ley que rige el contrato originario).

B) Cesiones nacionales de créditos nacionales

Por regla general, la Convención no es aplicable a las cesiones nacionales de créditos nacionales, excepto en dos supuestos.

En aras de la coherencia, la Convención es aplicable a las cesiones subsiguientes (por ejemplo, una cesión de A a B, de B a C y así sucesivamente), independientemente de si son o no internacionales o de si se refieren o no a créditos internacionales, a condición de que toda cesión anterior en la cadena de cesiones subsiguientes se rija por la Convención (artículo 1.1) ⁽⁵⁾.

Además, para dar certeza a los cesionarios sobre sus derechos de prelación, la Convención regula todos los posibles conflictos de prelación, incluido el conflicto entre un cesionario nacional de un crédito nacional y un cesionario extranjero de ese mismo crédito nacional [artículos 22 y 5.m) e i)].

C) Cesión y crédito

En virtud de la Convención, se entiende por “cesión” la transferencia consensual de un crédito [artículo 2.a)]. En esta definición entran las transferencias puras y simples, las transferencias puras y simples efectuadas a título de garantía y la constitución de garantías reales sobre créditos. También abarca la subro-

(4) Sobre la aplicabilidad de la Convención, entre otras cosas, véase un análisis detallado en Franco FERRARI, “The Uncitral Draft Convention on Assignment in Receivables Financing: Critical remarks on Some Specific Issues”, en *Private Law in the International Arena-Liber Amicorum Kurt Siehr* (Juergen Basedow et al., editores, 2000, T.M.C. Asser Press, La Haya, Países Bajos).

(5) Véase Uwe SCHNEIDER/Alexandra DREIBUS, “Die Kettenabtretung”, en *Bankrecht und Perspektiven, Festschrift fuer Herbert Schimanski* (Norbert Horn, Hans-Juergen Lwowski, Gerd Nobbe editores, 1999, RWS Verlag, Colonia).

gación y las operaciones con prendas. En cambio, la definición no incluye las transferencias hechas en virtud de la ley (por ejemplo, la subrogación impuesta por la legislación) ni las cesiones unilaterales.

Se entiende por “cedente” el acreedor inicial de la operación que da lugar al crédito cedido (contrato originario), que suele ser, aunque no siempre, el prestatario en el contrato de financiación. El “cesionario” es el nuevo acreedor y proveedor de fondos en un contrato de financiación. El “deudor” es la parte obligada en el contrato originario.

En el artículo 2 se define el “crédito” como derecho contractual a percibir una suma de dinero. En esta definición entra una amplia gama de créditos, como los derivados del suministro de bienes, la realización de obras y la prestación de servicios, tanto si se trata de contratos comerciales como de contratos con consumidores. También abarca los recibos de peajes de carreteras, los derechos de autor, los daños y perjuicios por incumplimiento de contrato, los intereses, las reclamaciones no monetarias convertibles en dinero y los bienes restituidos [al menos, en la relación entre el cedente y el cesionario, siempre que sustituyan a los créditos cedidos; véase el artículo 14.1.a) y b)].

D) Exclusiones y otras limitaciones

Algunas cesiones están excluidas por su escasa importancia en la práctica [por ejemplo, las cesiones a un consumidor; véase el artículo 4.1.a)]. Otras cesiones se excluyen por estar ya suficientemente reguladas y, por lo tanto, porque sería innecesario reglamentarlas también en la Convención; éste sería el caso de los “créditos financieros” como los derivados de valores, cartas de crédito y depósitos bancarios (artículo 4.2)⁽⁶⁾.

Además de las exclusiones, la Convención prevé las limitaciones que afectan a ciertas prácticas. Por ejemplo, la Convención es aplicable a la cesión de créditos frente al consumidor, pero no prevalece sobre la legislación de protección del consumidor. Del mismo modo, la Convención es aplicable a la cesión de créditos derivados de títulos negociables, pero no hace depender la prelación de un tenedor legítimo de la ley del Estado en que se encuentra el

(6) Se analizan con más detalle las exclusiones y otras limitaciones en lo tocante, en particular, a valores y a cesiones de créditos relativos a bienes inmuebles en Harry C. SIGMAN y Edwin E. SMITH, “Toward Facilitating Cross-Border Secured Financing and Securitization: An Analysis of the United Nations Convention on the Assignment of Receivables in International Trade”, en 57 *The Business Lawyer* 727, 734, febrero de 2002. Véase también al respecto Spiros V. BAZINAS, “Multi-Jurisdiction Receivables Financing: UNCITRAL’s Impact on Securitization and Cross-Border Perfection”, 12 *Duke J. Comp. and Int’l Law*, 2002.

cedente sino, por ejemplo, de la ley del Estado de ubicación del título pertinente (artículo 4.3 a 5).

La Convención limita también el alcance de la disposición sobre los acuerdos de intransferibilidad entre el cedente y el deudor (artículo 9). Esta disposición es únicamente aplicable a la cesión de créditos derivados del suministro o arrendamiento de bienes o servicios que no sean financieros, de los contratos de obras, de los contratos de compraventa o arrendamiento de bienes inmuebles, de las operaciones con tarjeta de crédito, de la venta, del arrendamiento o de la concesión de licencias de derechos de propiedad intelectual y de pagos de liquidación efectuados en virtud de acuerdos de compensación entre más de dos partes (artículos 9.3 y 10.4).

A consecuencia de estas limitaciones, la eficacia de una cesión de un crédito al que el artículo 9 no sea aplicable, efectuada, a pesar de la existencia de un acuerdo de intransferibilidad, se deja en manos del derecho aplicable al margen de la Convención. En virtud del artículo 29 ese derecho es el que rige el crédito. Si en virtud de ese derecho la cesión no es eficaz, la Convención no será aplicable a tal cesión (exceptuando lo dispuesto en el artículo 29). Así pues, por ejemplo, la cesión de créditos financieros no excluidos en el artículo 4 (como las ventas de préstamos o de pólizas de seguros) quedaría de hecho excluida del ámbito de aplicación de la Convención. La Convención sólo puede ser aplicable cuando, en virtud del derecho aplicable con arreglo al artículo 29, la cesión sea eficaz aunque con ella se haya incumplido una cláusula de intransferibilidad.

E) Ubicación

El concepto de ubicación se define en función del lugar en que se encuentra el establecimiento [artículo 5.h)]. Si el cedente o el cesionario tienen establecimientos en más de un Estado, se tendrá en cuenta el establecimiento en que se encuentre su administración central. Si el deudor tiene establecimientos en más de un Estado, se tomará en consideración el lugar más estrechamente vinculado al contrato originario. El diferente criterio adoptado respecto del deudor obedece a la necesidad de que el deudor no tenga sorpresas en cuanto al régimen aplicable a sus derechos y obligaciones. Por otra parte, se precisa una mayor certeza con respecto a la ubicación del cedente, ya que esa ubicación es un criterio crucial a la hora de determinar si la Convención es aplicable (con la salvedad de las disposiciones referentes al deudor) y también a la hora de determinar el derecho aplicable a los conflictos de prelación (artículos 1.1 y 22). Si una parte no tiene establecimiento, se toma en consideración su residencia habitual [artículo 5.h)].

Como ya se ha mencionado, esta nueva regla de la ubicación tiene por objeto asegurar la certeza y la previsibilidad en la aplicación de la Convención y en la determinación del derecho aplicable a los conflictos de prelación. Tal determinación no puede basarse en el criterio tradicional del vínculo más estrecho. Uno de los efectos de esta nueva regla de la ubicación consiste en que las negociaciones con las filiales o sucursales se regirán por el derecho del Estado en que se encuentre la administración central de la empresa. La certeza que consigue dar esta regla debería compensar los eventuales inconvenientes de este cambio. Además, dadas las amplias exclusiones previstas para la cesión de “créditos financieros”, como valores, cartas de crédito y cuentas bancarias (artículo 4.2), es improbable que esta modificación concreta tenga grandes repercusiones en la banca (por ejemplo, en lo referente a las ventas de préstamos) ⁽⁷⁾.

2. Eficacia de la cesión

La Convención regula con disposiciones de derecho sustantivo ciertas cuestiones relacionadas con la eficacia (por ejemplo, las limitaciones legislativas y contractuales de la cesión de créditos). Para las demás cuestiones referentes a la eficacia, la Convención prevé el derecho aplicable (artículos 22 y 23 y 26 a 32; véanse las partes V y VI *infra*).

⁽⁷⁾ En su período de sesiones celebrado en 2001, la CNUDMI examinó y desestimó una sugerencia de que se establecieran excepciones a la disposición relativa a la administración central en relación con sucursales de bancos y de otras instituciones financieras. La sugerencia fue que se considerase que las sucursales de bancos y de otras instituciones financieras estaban situadas en el Estado que estuviese más estrechamente vinculado con la operación de cesión. La Comisión justificó su decisión con los argumentos de que si se establecían excepciones se reduciría el grado de certeza logrado mediante la disposición relativa a la administración central, disposición que era apropiada en la gran mayoría de los casos; que las cuestiones de prelación debían remitirse a la ley del Estado en que el banco o la institución financiera se liquidaría, a saber, la sede de su administración central; que tratar a las sucursales de bancos y de otras instituciones financieras como entidades jurídicas independientes podría causar confusión en la práctica, en particular respecto al lugar en que correspondía inscribir en un registro; que, habida cuenta de que los conceptos de “banco” e “institución financiera” no se interpretaban de la misma manera, el empleo de esos términos podría causar incertidumbre y tener un efecto distinto en función del significado que se les diera en los diversos países. Véase el Informe de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional sobre su 34.º período de sesiones, Documentos Oficiales de la Asamblea General, quincuagésimo sexto período de sesiones, Suplemento núm. 17 (A/56/17), párrs. 150 a 153, que se publicará en el Anuario de la CNUDMI, 2001, vol. XXXII (ya es posible consultarlo en el sitio de la CNUDMI en Internet; véase la nota 1 *supra*). Este tema se examina también en Catherine WALSH, “Receivables Financing and the Conflict of Laws: The UNCITRAL Draft Convention on the Assignment of Receivables in International Trade”, 106 *Dick. L. Rev.* 159, 2001.

A) Limitaciones legislativas

La Convención excluye las limitaciones legislativas de la cesión de créditos futuros ⁽⁸⁾, de partes de un crédito o de derechos indivisos sobre tal crédito y de créditos que no se hayan especificado en el momento de la cesión, siempre y cuando los créditos sean identificables como créditos relacionados con la cesión cuando nacen (artículo 8).

Esas limitaciones legislativas suelen referirse a las repercusiones que puede tener una cesión global en la libertad económica del cedente, a problemas conexos de especificidad o a la prelación dada a instituciones financieras con respecto a pequeños proveedores ⁽⁹⁾. Las limitaciones (por ejemplo, con respecto a cesiones parciales) pueden referirse también a las molestias y gastos del deudor ⁽¹⁰⁾.

La Convención se basa en el criterio de que, si el cedente puede ceder sus créditos, puede obtener crédito financiero de mayor cuantía y a un precio más asequible, con lo cual podrá ofrecer mejores condiciones de crédito a sus compradores o deudores. El enfoque de la Convención no obstaculiza el objetivo de las limitaciones relativas al cedente, ya que no da prelación a un acreedor sobre los demás ⁽¹¹⁾ sino que meramente establece para todos los acreedores una regla conforme a la cual pueden determinar el derecho que rige la prelación. Además, la Convención tiene en cuenta la necesidad de proteger al deudor y contiene a este respecto una serie de disposiciones (por ejemplo, el artículo 17; véase la parte IV *infra*).

Además de las limitaciones legislativas mencionadas, la Convención no afecta a otras limitaciones de la misma índole, como las relativas a los créditos

⁽⁸⁾ En virtud de la Convención, un crédito es un “crédito futuro” si el contrato que le da origen no existe al celebrarse el contrato de cesión [artículo 5.b)]. No tiene importancia que el crédito venza, sea pagadero o pueda exigirse su pago por haberse cumplido el contrato.

⁽⁹⁾ Hein KOETZ, “Rights of third parties. Third Party Beneficiaries and Assignment”, en 7 *International Encyclopedia of Comparative Law*, págs. 58 a 91, 1992.

⁽¹⁰⁾ *Ibíd.*, p. 105.

⁽¹¹⁾ BAZINAS, “Le Projet”, 173. La repercusión de la Convención en distintos ordenamientos jurídicos se trata también en Bruce MARKELL, “UNCITRAL’s Receivables Convention: The First Step, But Not the Last”, 12 *Duke J. Comp. and Int’l Law*, 2002. De hecho, la CNUDMI ha dado ya el paso siguiente en esa dirección al haber comenzado a elaborar una guía legislativa sobre las operaciones financieras garantizadas, cuyo objeto es armonizar el derecho interno. En mayo de 2002 un grupo de trabajo de la CNUDMI examinará un anteproyecto de esa guía (A/CN.9/WG.VI/WP.2 y adiciones 1 a 12; se publicará en el Anuario de la CNUDMI, 2001, vol. XXXIII, (pero ya es posible consultarlo en el sitio de la CNUDMI en Internet, nota 1 *supra*).

estatales (sobre las limitaciones contractuales respecto de la cesión de créditos privilegiados, véanse el artículo 40 y el análisis que figura en la parte II, 2 *infra*).

B) Limitaciones contractuales

La Convención confiere validez a las cesiones efectuadas aunque exista un acuerdo de intransferibilidad entre el cedente y el deudor (artículo 9.1), pero no invalida el acuerdo de intransferibilidad entre el cedente y el deudor ni exonera al cedente de su responsabilidad por incumplimiento del contrato. Existen, no obstante, dos limitaciones. El deudor no puede resolver el contrato originario invocando únicamente el incumplimiento del acuerdo de intransferibilidad, y el cesionario no incurre en responsabilidad frente al deudor únicamente por haber tenido conocimiento del acuerdo de intransferibilidad entre el cedente y el deudor (artículo 9.2).

Con este enfoque se ha querido que la Convención dé precedencia a los intereses de la economía en general, aunque ello vaya en detrimento de algunos deudores poderosos que tengan suficiente poder para negociar acuerdos de intransferibilidad (los deudores consumidores no tienen tal poder; en cualquier caso, la Convención no prevalece sobre la legislación de protección del consumidor; véase el artículo 4.4). Sin embargo, si un Estado no puede prohibir una cesión mediante legislación y sólo puede hacerlo mediante acuerdo, ese Estado puede formular una reserva a fin de no quedar vinculado por la disposición de la Convención que regule los acuerdos de intransferibilidad (artículo 40). Se prefirió prever una reserva y no una excepción a la regla, ya que de otro modo protegiendo a ciertos Estados podía provocarse un incremento del costo del crédito para todos los Estados, aun cuando ello no fuera necesario ni conveniente. Además, si la Convención previera que las limitaciones contractuales referentes a créditos estatales o privilegiados fueran plenamente eficaces en todos los casos, sólo los contratistas poderosos estarían en condiciones de competir por la adjudicación de contratos públicos.

C) Forma

La Convención deja que la forma del contrato de cesión se rija por el derecho aplicable al margen de la Convención, al que ésta remite (sobre la forma del contrato de cesión, véase el artículo 27 y la parte VI *infra*). Como condición para la prelación, la forma de la cesión se rige por la ley del Estado en que se encuentra el cedente [artículos 22 y 5.g)]. No obstante, no se tendrá en

cuenta en la medida en que la notificación del deudor es un requisito para la eficacia de la cesión entre el cedente y el cesionario (artículo 14.1) ⁽¹²⁾.

D) Transferencia de derechos de garantía

Todo derecho accesorio, personal o real de garantía (por ejemplo, una garantía o una prenda) por el que se garantice el pago del crédito cedido se considerará transferido junto con el crédito sin necesidad de que haya un nuevo acto de transmisión (artículo 10.1). El cedente está obligado a transferir al cesionario las garantías independientes u otros derechos auxiliares (por ejemplo, una garantía independiente o una carta de crédito contingente; artículo 1.1).

Con respecto a las limitaciones contractuales, los derechos de garantía se tratan del mismo modo que los créditos (por ejemplo, la limitación contractual es válida entre las partes pero no afecta al beneficiario de la transferencia; artículo 10.2 y 3). Esta disposición es aplicable a los “créditos comerciales” según su definición amplia (artículo 10.4) y no afecta a ninguna obligación del cedente frente al deudor en virtud de la ley que rija el derecho de garantía (por ejemplo, los daños y perjuicios por la transferencia de acciones pignoras a un cesionario extranjero; artículo 10.5). Del mismo modo, esta disposición no afecta a ningún requisito de forma o de inscripción necesario para la transferencia del derecho de garantía (artículo 10.6).

3. Relación entre el cedente y cesionario

A) Autonomía de las partes

En virtud de la Convención, el cedente y el cesionario pueden estructurar su transacción del modo que deseen en función de sus necesidades particulares. Sin embargo, no pueden alterar los derechos de los terceros (artículo 6). La Convención reconoce también los usos comerciales convenidos entre las partes y las prácticas comerciales que éstas hayan establecido (artículo 11) ⁽¹³⁾. A fin de colmar las lagunas del contrato de cesión y de enunciar las cuestiones que deben tratarse en el contrato, la Convención contiene una serie de reglas supletorias sobre cuestiones como las garantías, la notificación y el pago, y los derechos contractuales al producto.

⁽¹²⁾ Véase también SIGMAN & SMITH, nota 6 *supra*, pág. 738.

⁽¹³⁾ Cabe destacar que en una cesión internacional sólo son vinculantes los usos del comercio internacional, salvo que las partes hayan convenido otra cosa (artículo 11.3).

B) Garantías

La Convención sigue los principios generalmente aceptados y trata de compaginar la equidad con la viabilidad. Por ejemplo, el riesgo de que el deudor oponga excepciones imprevistas recae sobre el cedente [artículo 12.1.c)]. Este enfoque se justifica porque el cedente está en mejores condiciones de saber si podrá cumplir debidamente el contrato originario, no dando así al deudor motivos para oponer excepciones. Si la Convención previera que el riesgo de excepciones imprevistas recae en el cesionario, éste incluiría ese riesgo en el cálculo del costo del crédito. Naturalmente, las partes tienen libertad para convenir otra cosa.

C) Notificación y pago

En virtud de la Convención, las cesiones son eficaces entre el cedente y el cesionario independientemente de si se ha notificado al deudor (artículo 14.1). No obstante, la notificación modifica la forma en que el deudor puede cumplir su deuda, limita los derechos de compensación del deudor derivados de contratos no relacionados con el contrato originario a los derechos invocables en el momento de la notificación, y supedita toda enmienda del contrato originario al consentimiento explícito o implícito del cesionario (artículos 17, 18.2 y 20.2).

La “notificación” es un escrito en el que “se especifican con suficiente claridad los créditos que se ceden y la identidad del cesionario [artículo 5.d)]. Para que una notificación sea eficaz debe ser comunicada al deudor en un idioma en el que razonablemente quepa prever que el deudor quedará informado de su contenido (artículo 16.1). A fin de evitar que se invaliden las notificaciones que no incluyan instrucciones de pago y que se efectúen, por ejemplo, con el fin de limitar los derechos de compensación del deudor, la Convención no exige que en la notificación figuren instrucciones de pago. No obstante, las partes notificantes harían bien en consignar en el texto tales instrucciones aun cuando desearan que el deudor siguiera pagando al cedente, ya que de otro modo el deudor tal vez no sepa cómo debe cumplir con su obligación de pago (artículos 17.1 y 2). En tal caso, si la notificación es dada por el cesionario, el deudor puede solicitar una prueba suficiente (artículo 17.7), o ingresar el pago en una cuenta bloqueada o en una caja pública de depósitos (artículo 17.8).

La Convención introduce un derecho independiente del cesionario a notificar al deudor solicitándole el pago (artículo 13.1; y, para proteger al deudor, un derecho a solicitar una prueba suficiente; véase el artículo 17.7 y el análisis que figura en la parte IV, 2, c *infra*). Este derecho es esencial en situaciones en que es muy importante recibir la notificación (por ejemplo, cuando el cedente incumple el contrato de financiación y es improbable que coopere con el cesiona-

rio) ⁽¹⁴⁾. En la práctica, las partes tratan de resolver el problema incluyendo en el contrato de financiación una cláusula por la que se autoriza al cesionario a notificar al deudor. Aun cuando las partes convengan que no deba notificarse al deudor, la notificación modifica la manera en que el deudor deberá cumplir su obligación de pago pero no tiene ningún otro efecto (artículo 13.2). Este enfoque se justifica porque no conviene subordinar el pago del deudor a acuerdos en que éste no sea parte; al mismo tiempo, la parte que efectúe una notificación incumpliendo un acuerdo no debería beneficiarse indebidamente de tal notificación.

D) Derecho contractual al producto

Entre el cedente y el cesionario, este último puede reclamar el producto (y los bienes restituidos) si el pago se ha efectuado en beneficio del cesionario, del cedente o de otra persona sobre la cual el cesionario tenga prelación (artículo 14). La posibilidad de que el cesionario conserve este producto es una cuestión de prelación que se rige por la ley del Estado en que se encuentra el cedente (artículo 22).

El término “producto” designa “todo lo que se reciba como pago (...) de un crédito cedido”. Incluye el producto del producto pero no los bienes restituidos [artículo 5.j)]. Para que las disposiciones de la Convención relativas al producto sean aplicables, es preciso que ese producto sea identificable (por ejemplo, en virtud del artículo 24.2 o de las disposiciones legales relativas al rastreo que sean aplicables al margen de la Convención).

4. Relación entre el cesionario y el deudor

A) El principio de la protección del deudor

La Convención prevé un alto nivel de protección del deudor. Subordina la obligación de pago a un criterio objetivo (la notificación; artículo 17.1 y 2). La Convención permite al deudor quedar liberado de su obligación pagando su deuda a la persona adecuada incluso en virtud de la ley aplicable al margen de la Convención (artículo 17.8). Sobre todo, la Convención confiere al deudor el

(14) En los ordenamientos jurídicos en que la prelación se basa en la fecha de notificación y ésta sólo puede cursarse con autorización del cedente. Obsérvese que al denegar dicha autorización, el cedente puede obligar al cesionario a hacer concesiones o, al conceder autorización a uno de varios cesionarios, puede determinar quién tiene prelación.

derecho a solicitar una prueba suficiente en caso de duda (artículo 17.7). Con excepción de los derechos de compensación que se derivan de contratos no relacionados con el contrato originario y que el deudor no puede invocar en el momento de la notificación, la Convención mantiene todas las excepciones y los derechos de compensación que puede oponer el deudor (artículo 18). La Convención introduce también condiciones estrictas para la renuncia del deudor a las excepciones (artículo 19) y regula los efectos de las modificaciones contractuales para los terceros (artículo 20).

Además, la Convención consagra explícitamente la protección del deudor como principio básico de su texto (artículo 15). Así pues, cuando haya incertidumbre o lagunas en la Convención, debe dirimirse la cuestión de modo favorable al deudor. En cualquier caso, la cesión no puede modificar la moneda ni el país de pago. La eventualidad de que el deudor pueda aceptar esa modificación se deja en manos del derecho aplicable al margen de la Convención.

B) Pago liberatorio del deudor

a) *La regla*

La forma en que el deudor puede quedar liberado de su obligación depende de la notificación escrita que reciba. Antes de recibirla, el deudor puede liberarse de su obligación pagando de conformidad con el contrato originario. Sin embargo, una vez recibida la notificación, el deudor sólo puede quedar liberado de su obligación pagando conforme a las instrucciones dadas en la notificación (artículo 17.1 y 2).

Carece de importancia que el deudor conociera o desconociera la existencia de otra cesión con prelación; tampoco tiene por qué haber tenido que conocer tal cesión. Sería injusto que el deudor estuviera sujeto a este tipo de requisitos o que tuviera que determinar quién tiene prelación. Además, sería muy difícil para un tercero determinar lo que el deudor realmente sabía. Este enfoque no fomenta la mala fe ni el fraude sino que trata de asegurar la certeza con respecto al pago y al cumplimiento de la obligación del deudor, que es un importante elemento a la hora de fijar el precio de una operación. La mala fe es muy difícil de demostrar. En cuanto al fraude, la Convención, por una parte, no prevalece sobre el derecho interno y, por otra, no establece que el fraude sea la circunstancia normal que deba abordarse de manera expresa y específica.

b) *Notificaciones múltiples*

La Convención regula asimismo la multiplicidad de notificaciones o de instrucciones de pago referentes a una misma cesión, a varias cesiones de los

mismos créditos por el mismo cedente y a varias cesiones subsiguientes (artículo 17.3 a 6). Puede ser interesante examinar brevemente el enfoque adoptado por la Convención con respecto a la notificación de una cesión parcial. Si el deudor recibe este tipo de notificación de uno o varios cesionarios de partes del crédito que el deudor debe, éste podrá quedar liberado de su obligación pagando conforme a lo dispuesto en tal notificación o, cuando no haya recibido ninguna notificación, conforme a lo dispuesto en la Convención (es decir, pagando de conformidad con lo dispuesto en el contrato originario; artículo 17.6).

Al dar al deudor el derecho a determinar si la notificación de una cesión parcial es eficaz para dar por cumplida su obligación (para todo lo demás ya es eficaz), la Convención evita prescribir lo que el cedente, el cesionario o el deudor deben hacer. También evita crear responsabilidad por daños y perjuicios o por las pérdidas sufridas por el deudor. De este modo, la Convención no invalida las cesiones parciales sino que sugiere simplemente que los cedentes y los cesionarios tal vez deban asegurarse de que, en el momento de celebrar el contrato originario o el contrato de cesión, el deudor se declare dispuesto a aceptar la notificación de cesiones parciales. Si el deudor no consiente tales notificaciones, tal vez convenga que los cedentes y cesionarios estructuren sus pagos de modo apropiado (por ejemplo, conviniendo un arreglo sobre una cuenta específica; véase el artículo 24.2).

c) Prueba suficiente

Una de las principales disposiciones de protección del deudor confiere a éste el derecho a solicitar una prueba suficiente de la cesión cuando el cesionario proceda a la notificación sin que parezca haber sido autorizada por el cedente (artículo 17.7). De este modo, la Convención protege al deudor para que no tenga que pagar a un tercero desconocido y no autorizado y pagar así dos veces. Una prueba suficiente sería, aunque no exclusivamente, un escrito con la firma del cedente (por ejemplo, una copia del contrato de cesión o la autorización dada por el cedente al cesionario). Si el cesionario no proporciona al deudor una prueba suficiente en un plazo razonable, el deudor puede quedar liberado de su obligación pagando de conformidad con lo dispuesto en la Convención, como si no hubiera recibido ninguna notificación.

La Convención no regula explícitamente la cuestión de lo que debería hacer el deudor para evitar que su obligación quedara incumplida y tuviera que pagar daños y perjuicios además de intereses cuando la deuda fuera pagadera durante el período en que el deudor estuviera a la espera de una prueba suficiente. Según las circunstancias, el deudor puede tener que ingresar la suma adeudada en una cuenta bloqueada o en una caja pública de depósitos o pagar la suma a un tribunal (artículo 18.8), o puede haber que suspender la obligación si no

existe tal posibilidad. En cualquier caso, todo cesionario lícito puede protegerse facilitando sin demora al deudor la “prueba suficiente”.

C) Excepciones y derechos de compensación

La Convención codifica en general principios aceptados ⁽¹⁵⁾. El deudor puede oponer al cesionario las excepciones y los derechos de compensación que tenga derecho a oponer si la reclamación se hace al cedente. El deudor puede oponer al cesionario derechos de compensación derivados del contrato originario o de una operación conexas aun cuando sólo pueda invocarlos después de la notificación (artículo 18.1). Los derechos de compensación que se deriven de contratos no relacionados con el contrato originario y que el deudor sólo pueda oponer después de la notificación no podrán oponerse al cesionario (artículo 18.2). Tras la notificación, el deudor sabe que el cesionario es el titular lícito del crédito y que no debe quedar sujeto a ningún trato entre el deudor y el cedente.

El significado de las palabras “el deudor puede invocar el derecho a oponer” (es decir, cuando el derecho debe ser cuantificado, la deuda sea debida o sea pagadera) se interpretará de acuerdo con el derecho que rija el contrato originario, si el derecho de compensación se deriva del contrato originario (artículo 29). La Convención no contiene a este respecto ninguna regla para otros tipos de compensación.

La Convención introduce otra innovación. El deudor no puede invocar frente al cesionario el incumplimiento del acuerdo de intransferibilidad por parte del cedente (artículo 18.3). Esta limitación es una consecuencia lógica de la regla enunciada en el artículo 9. De no ser así, aunque una cesión efectuada en violación de un acuerdo de intransferibilidad entre el cedente y el deudor fuera válida, carecería de valor para el cesionario.

D) Renuncia a oponer excepciones

A cambio de alguna ventaja (por ejemplo, un incremento del crédito o una prórroga del plazo de pago), el deudor puede renunciar a oponer excepciones y derechos de compensación mediante un acuerdo con el cedente. A fin de advertir al deudor sobre las consecuencias de esa renuncia, la Convención exige que la renuncia o su modificación figuren por escrito (artículo 19.1). También con

(15) Véase, por ejemplo, el artículo 9 del Convenio del UNIDROIT sobre el Facturaje Internacional (Ottawa, 1988).

el fin de proteger al deudor de presiones indebidas por parte del cedente, la Convención dispone que no se puede renunciar a oponer excepciones o derechos de compensación si se derivan de actos fraudulentos del cesionario o si se basan en la incapacidad del deudor (artículo 19.2). En cambio, sí puede renunciarse a oponer excepciones o derechos de compensación por actos fraudulentos del cedente. La Convención no regula y, por tanto, no limita los acuerdos concertados entre el deudor y el cesionario en virtud de los cuales el deudor pueda renunciar a oponer sus excepciones o derechos de compensación.

E) Modificación del contrato originario

Se da con frecuencia el caso de que, al evolucionar las necesidades de las partes, es preciso modificar el contrato originario. Las partes regulan en su acuerdo los efectos que tienen para ellas esas modificaciones. En cambio, los efectos para los terceros (concretamente, la cuestión de si el deudor puede pagar el crédito modificado y de si el cesionario puede reclamar el pago de dicho crédito modificado) se rigen por el artículo 20 de la Convención.

Conforme a la regla básica, antes de la notificación del deudor, las modificaciones del contrato son eficaces frente al cesionario, el cual adquiere el crédito modificado (artículo 20.1). Tras la notificación, las modificaciones carecen de eficacia sin el consentimiento explícito o implícito del cesionario (artículo 20.2). No se ve modificada la responsabilidad en que pueda incurrir el cedente frente al cesionario, en virtud del derecho aplicable al margen de la Convención, si incumple el acuerdo concertado con el cesionario de no modificar el contrato originario (artículo 20.3).

5. Relación entre el cesionario y otras partes reclamantes

A) Reglas de prelación de derecho sustantivo y de derecho internacional privado

La principal norma de la Convención que regula la prelación entre varias partes concurrentes es una regla de derecho internacional privado (artículo 22). Esa regla refleja el hecho de que los Estados no han podido ponerse de acuerdo sobre una regla de prelación de derecho sustantivo (por ejemplo, el criterio del primero en celebrar un contrato de cesión, el primero en notificar al deudor o el primero en inscribir una notificación de cesión en un registro público).

El valor de esta regla radica en el hecho de que se aparta de los criterios tradicionales y supedita todos los conflictos de prelación a la ley del Estado en que está situado el cedente (cuando éste tiene establecimientos en más de un

Estado, se toma en consideración la ley del Estado en que se encuentra la administración central del cedente) ⁽¹⁶⁾. Esta única ley, de fácil determinación, que debe regir los conflictos de prelación resolverá una cuestión sobre la que existía una gran incertidumbre en el derecho y en la doctrina jurídica. El artículo 12 del Convenio de Roma sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma, 1980; en adelante denominado “el Convenio de Roma”) constituye un ejemplo típico del estado actual de los textos jurídicos al respecto. No está claro si el artículo 12 rige o no las cuestiones de prelación. A juzgar por los trabajos preparatorios, por la letra y el espíritu del artículo 12 y por el Convenio de Roma en su conjunto, y según se desprende también de la extensa doctrina al respecto, el artículo 12 no rige esas cuestiones. No obstante, en la doctrina y en la jurisprudencia se defiende también la opinión contraria ⁽¹⁷⁾.

Sin embargo, aun cuando el artículo 12 rija las cuestiones de prelación, ninguno de los posibles criterios (es decir, el de la ley elegida por las partes o el de la ley que rija el crédito) es adecuado para regular los casos cada vez más frecuentes de cesiones globales de la totalidad de créditos actuales y futuros. El criterio de la ley elegida por las partes daría lugar a la aplicación de varias leyes (y, en cualquier caso, no sería adecuado subordinar los efectos para los terceros a la ley elegida por las partes). La ley que rige el crédito plantearía el mismo problema. Además, no permitiría a las partes determinar la ley aplicable en el momento de la cesión.

El criterio de la ley del Estado en que se encuentra la administración central del cedente tiene otra ventaja, pues ese sería el Estado en que, en caso de insolvencia del cedente, se abriría el procedimiento principal. Así pues, se reducirán los conflictos entre las reglas que rijan la prelación y las reglas aplicables del régimen de la insolvencia, ya que, de haber tales conflictos, se resolverán aplicando las leyes del mismo Estado. En caso de abrirse un procedimiento secundario de insolvencia, por ejemplo, en un Estado en que el deudor tenga bienes, se aplicarán las reglas de prelación del Estado en que se encuentre la administración central del cedente, a reserva de lo que dispongan las eventuales reglas imperativas y de orden público del Estado del foro (artículo 23).

(16) Se ha dicho con toda la razón que esta norma representa “un importante avance en el desarrollo del derecho mercantil internacional y en la armonización de las normas sobre conflictos de leyes que rigen las operaciones financieras garantizadas”, véase Jean Michel DESCHAMPS, “The Priority Rules of the United Nations Receivables Convention”, 12 *Duke J. Comp. and Int'l Law*, 2002.

(17) Véase en general Eva-Maria KIENINGER, “Das Statut der Forderungsabtretung im Verhältnis zu Dritten”, 62 *Rabels Zeitschrift*, 678, 1998; véanse también Teun H.D. STRUYCKEN, “The Proprietary Aspects of International Assignments of Debts and the Rome Convention Article 12”, 24 *Lloyd'S Marit. Com. L.Q.* 345, 1998; y WALSH, nota 5 *supra*, 171.

A fin de complementar la regla de prelación de derecho internacional privado enunciada en el artículo 22, la Convención prevé una serie de reglas de prelación facultativas de derecho sustantivo por las que pueden optar mediante declaración los Estados que deseen modernizar su legislación pertinente (artículo 42 y anexo de la Convención; véase la parte V, 6 *infra*).

B) Prelación

La prelación se define como un derecho de preferencia relativa [en el pago o en cualquier otro cumplimiento de la reclamación cedida, por ejemplo, la restitución de los bienes vendidos; artículo 5.g)]. A fin de asegurar que entren en su ámbito todas las cuestiones pertinentes, la Convención prevé que la prelación incluye la determinación de si un derecho es personal o real y de si se trata o no de un derecho de garantía y prevé asimismo las medidas necesarias para dar eficacia a ese derecho frente al de otra parte reclamante.

El último elemento es una referencia directa a todas las cuestiones relacionadas con la eficacia que no se rigen por ninguna disposición de la Convención (el artículo 22 excluye expresamente de su ámbito todas esas cuestiones). En los ordenamientos jurídicos en que no se hace ninguna distinción entre eficacia entre las partes y eficacia frente a terceros, ese sería el resultado normal del enunciado de la definición de prelación. Ese resultado sería el mismo en los ordenamientos jurídicos que hacen tal distinción, pero por otra razón: una cesión no puede ser eficaz frente a terceros si no lo es entre el cedente y el cesionario.

C) Otras partes reclamantes

A fin de asegurar que entren en su ámbito todos los posibles conflictos de prelación, la Convención define el concepto de “otra parte reclamante” por el que se entienden los otros cesionarios, aun cuando una de las cesiones concurrentes sea nacional y se refiera a créditos nacionales. La definición abarca también a los acreedores que tengan derechos sobre otros bienes que la ley haya hecho extensivos a los créditos nacidos de esos bienes (por ejemplo, el derecho de un vendedor que retiene la titularidad, hecho extensivo por ley al crédito nacido de la venta de los bienes); a otros acreedores del cedente; y al administrador de la insolvencia del cedente [artículo 5.m)].

D) Excepciones de derecho imperativo y de orden público

La Convención trata, por una parte, de salvaguardar la certeza lograda con su regla de prelación de derecho internacional privado y, por otra, trata de respetar las decisiones normativas fundamentales del Estado del foro. Así pues,

cabe descartar la regla de prelación aplicable cuando su aplicación a un caso concreto resulte *manifiestamente* contraria al orden público del Estado del foro (artículo 23.1). Se ha empleado el adverbio *manifiestamente* para poner de relieve que las excepciones de orden público deben interpretarse restrictivamente y que sólo pueden invocarse en casos excepcionales de importancia fundamental para el Estado del foro ⁽¹⁸⁾.

La Convención se aparta del enfoque tradicional y no permite que se sustituyan las reglas de prelación del derecho aplicable por las reglas de prelación del Estado del foro. Este enfoque obedece a que esa sustitución crearía incertidumbre, que a su vez repercutiría negativamente en las facilidades de crédito y en su costo. Una vez descartada la regla de prelación inadecuada, deberían aplicarse todas las demás reglas de prelación aplicables (artículo 23.2). La única excepción es la de las reglas del Estado del foro relativas a los créditos privilegiados como, por ejemplo, las reglas favorables al Estado en lo que respecta a la recaudación de impuestos y al pago de los sueldos, que pueden desplazar a las reglas de prelación aplicables (artículo 23.3).

E) Ley aplicable a la prelación sobre el producto

Uno de los obstáculos jurídicos para la financiación mediante cesión de créditos es la falta de reglamentación del derecho real sobre el producto. Dadas las diferencias entre los ordenamientos jurídicos sobre la naturaleza y la reglamentación de los derechos sobre el producto, la Convención no contiene ninguna regla de derecho general ni de derecho internacional privado que regula la prelación sobre el producto. En cambio, sí contiene una regla limitada sobre el producto en virtud de la cual en ciertas circunstancias la prelación sobre el crédito entraña también la prelación sobre el producto (artículo 24). La Convención hace referencia a los casos en que el cedente recibe el pago en nombre del deudor y ese pago es razonablemente identificable (por ejemplo, cuando la suma se mantiene en una cuenta de depósito o de valores separada). Esta disposición tiene la finalidad de asegurar que en prácticas como la bursatilización o el descuento no revelado de facturas los cesionarios tengan un derecho al producto. Es posible que esta cláusula que obliga a mantener aparte la suma adeudada posibilite la financiación por cesión de créditos en países en que esa financiación no sea posible al no estar reconocidos los derechos reales sobre el producto.

(18) Véase “Guía para la incorporación al derecho interno de las disposiciones modelo de la CNUDMI para la insolvencia transfronteriza”, párr. 89, en el *Anuario de la CNUDMI*, vol. XXVIII, 1997 (es posible consultarlo también en el sitio de la CNUDMI en Internet; véase la nota 1 *supra*).

F) Reglas de prelación facultativas de derecho sustantivo

Tal como se ha mencionado, la Convención prevé que los Estados puedan elegir mediante declaración entre tres reglas de prelación de derecho sustantivo (la regla del primero en celebrar un contrato de cesión, la del primero en notificar al deudor y la del primero en inscribir una notificación de cesión en un registro público; véase el anexo de la Convención). Esas disposiciones modelo facultativas que figuran como anexo de la Convención pueden ser de utilidad para los Estados que no dispongan de reglas de prelación o cuyas reglas de prelación sean insuficientes. La Convención ofrece a los Estados la oportunidad de elegir, ya que no pudo llegarse a un acuerdo sobre una única regla de prelación. En cualquier caso, en condiciones de libre competencia prevalecerá el sistema que reporte mayores beneficios económicos ⁽¹⁹⁾.

Es interesante señalar que los Estados que deseen adoptar las reglas de prelación basadas en la inscripción de una notificación de cesión en un registro público pueden elegir entre un sistema de inscripción ya existente o un nuevo sistema de inscripción nacional o internacional (artículo 42). En particular, en relación con el sistema internacional de inscripción en un registro, la Convención prevé un mecanismo para que los Estados Contratantes designen una entidad de supervisión, nombren al primer encargado del registro y preparen el reglamento necesario (artículo 42.6).

6. Reglas independientes de derecho internacional privado

A) Alcance y propósito

La Convención contiene en su capítulo V un conjunto de reglas de derecho internacional privado que pueden ser aplicables si el Estado del foro es un Estado Contratante, independientemente de si el cedente o, para los fines de las disposiciones relacionadas con el deudor, el deudor se encuentran o no en un Estado Contratante, o de si la ley que rige el crédito es o no la ley de un Estado Contratante (artículos 1.3 y 26).

La finalidad de estas reglas es doble. Con respecto a las operaciones a las que sean aplicables las disposiciones de la Convención que no sean las del

(19) El valor económico de un sistema de registro se analiza en Steven L. SCHWARCZ, "A perfection system for cross-border receivables financing", *U. PA. J. Int'L Econ. L.*, 1999. Los Estados podrán recibir mayor orientación al respecto con la labor que realiza la Comisión en materia de garantías reales (véase la nota 10 *supra*).

capítulo V, esas reglas pueden servir para colmar las lagunas de la Convención (artículo 7.2). Para las operaciones a las que no se apliquen las disposiciones de la Convención, salvo las del capítulo V (al no existir un vínculo territorial con un Estado Contratante), esas reglas hacen las veces de una pequeña convención de derecho internacional privado.

Sin embargo, los Estados pueden declarar que no desean quedar vinculados por esas reglas (artículo 39). Esta reserva se permitió para evitar que los Estados que desearan aprobar la Convención se abstuvieran de hacerlo sólo porque las reglas independientes de derecho internacional privado no se ajustaban a las reglas pertinentes de sus ordenamientos jurídicos. No obstante, cabe señalar que se procuró en lo posible evitar este tipo de incoherencias entre el texto de la Convención y, por ejemplo, el del Convenio de Roma.

B) Forma del contrato de cesión

Si el contrato de cesión se celebra entre personas situadas en un mismo Estado, la validez formal estará sujeta a la ley del Estado que rijan el contrato o a la del Estado en que se celebre el contrato (artículo 27.1).

Si un contrato de cesión se celebra entre personas situadas en distintos Estados, el contrato será formalmente válido si satisface los requisitos formales de la ley que lo rige o de la ley de uno de esos Estados (artículo 27.2).

C) Ley aplicable a los derechos y obligaciones recíprocos del cedente y el cesionario

Los derechos y las obligaciones recíprocos del cedente y del cesionario (por ejemplo, la interpretación de las cláusulas y condiciones, la obligación del cesionario de otorgar crédito y la existencia y el efecto de las garantías) se regirán por la ley que éstos hayan elegido (artículo 28.1).

La libertad de elección de las partes está limitada por el principio del orden público del Estado del foro y por las reglas imperativas de ese Estado o de un tercer Estado con el que estén estrechamente vinculadas esas reglas (artículos 31 y 32).

Cuando no haya libre elección de la ley aplicable, regirá el contrato de cesión la ley del Estado con el que dicho contrato esté más estrechamente vinculado (artículo 28.2). En este caso se eligió el criterio del vínculo estrecho por ser improbable que tuviera muchas repercusiones, habida cuenta de que en la inmensa mayoría de los casos las partes optaban por la ley aplicable.

D) Ley aplicable a los derechos y obligaciones del cesionario y del deudor

La relación entre el cesionario y el deudor, las condiciones en que puede invocarse la cesión frente al deudor y las limitaciones contractuales de la cesión están sujetas a la ley que rige el contrato originario (artículo 29). El hecho de que la mayoría de esas cuestiones se rigen por normas de derecho sustantivo de la Convención limita las repercusiones de esta disposición. Sin embargo, se excluyeron deliberadamente de las reglas sustantivas de la Convención ciertas cuestiones como la del momento a partir del cual el deudor puede invocar derechos de compensación en virtud del artículo 18. En particular, esta última cuestión se rige por el artículo 29, al menos en lo relativo a la compensación de la operación (es decir, la compensación derivada del contrato originario o de otro contrato que sea parte de la misma operación).

Otra cuestión que entra en el ámbito del artículo 29 es el efecto de las cláusulas de intransferibilidad en el caso de las cesiones de créditos a las que no es aplicable el artículo 9 (ya sea porque se refieren a cesiones de créditos no comerciales o porque el deudor no se encuentra situado en un Estado parte en la Convención).

Sin embargo, las limitaciones legislativas no entran en el ámbito del artículo 29. Si bien algunas limitaciones legislativas están encaminadas a proteger al deudor, muchas de ellas tienen la finalidad de proteger al cedente. Así pues, al no poder hacerse una distinción clara entre los diversos tipos de limitaciones legislativas, no sería adecuado supeditarlas a la ley que rija el contrato originario. En cualquier caso, con excepción de ciertas limitaciones legislativas (artículo 9.1), la Convención no afecta a este tipo de limitaciones (artículo 9.3).

E) Ley aplicable a la prelación

La prelación se rige por la ley del Estado en que se encuentra situado el cedente (artículo 30). El valor de esta disposición radica en que puede ser aplicable a operaciones a las que no se aplique el artículo 22, de idéntica redacción, debido a la ausencia de vínculo territorial entre una cesión y un Estado parte en la Convención.

7. Cláusulas finales

La Convención entrará en vigor una vez que la hayan ratificado cinco Estados (artículo 45). Los Estados pueden excluir mediante declaración otras prácticas, pero no las prácticas relativas a “créditos comerciales” definidas de

forma general en el artículo 9.3 (artículo 41). La Convención prevalece sobre el Convenio de Ottawa (artículo 38), pero esto no afecta a la aplicación del Convenio de Ottawa a los derechos y obligaciones de un deudor cuando la Convención sobre la Cesión de Créditos no sea aplicable a ese deudor (por ejemplo, cuando el deudor no esté situado en un Estado parte en la Convención o cuando la ley que rija el contrato originario no sea la ley de un Estado parte en la Convención).

II. CONCLUSIÓN

Con la combinación idónea de reglas de derecho sustantivo y de derecho internacional privado, la Convención podría tener “espectaculares repercusiones suprimiendo los importantes obstáculos jurídicos con que se tropieza en la financiación del comercio internacional” ⁽²⁰⁾ y se ha elogiado con razón por constituir “el primer paso hacia la globalización de la concesión de créditos garantizada por bienes” ⁽²¹⁾.

La Convención elimina o reduce varios obstáculos que imponen principalmente ciertas limitaciones legislativas y limitaciones contractuales a las operaciones transfronterizas. A este respecto reviste particular importancia la validación de las cesiones de créditos futuros, de las cesiones globales y de las cesiones efectuadas pese a la existencia de cláusulas de intransferibilidad en los contratos originarios pertinentes.

Además, la Convención promueve la certeza respecto a una serie de cuestiones de derecho sustantivo, como las relativas a los derechos y obligaciones del deudor. Reviste particular importancia la estructuración del pago liberatorio del deudor en función de un criterio objetivo (a saber, la notificación por escri-

⁽²⁰⁾ Harry C. SIGMAN & Edwin E. SMITH, “The Draft UNCITRAL Convention on Assignment of Receivables in International Trade: A Summary of the Key Provisions as Completion Draws Near”, 33 *UCC L. J.* 344, 356 (2001).

⁽²¹⁾ Michael CARSELLA, “Uncitral Update”, 5 *Secured Lender* 6 (1999). Los analistas reconocen en general la repercusión que puede llegar a tener la Convención de las Naciones Unidas sobre la Cesión de Créditos en el Comercio Internacional. Véase Dorothee JANZEN, “Der UNCITRAL-Konventionsentwurf zum Recht der Internationalen Finanzierungsabtretung, Symposium in Hamburg am 18. und 19. September 1998”, 63 *Rabels Zeitschrift* 368, 1999; I. LOJENDIO OSBORNE, “Proyecto de convención internacional sobre cesión de créditos, Estudios de derecho mercantil: homenaje al Profesor Justino F. Duque Domínguez”, Valladolid, 1998; Jean-Pierre MATTOUT, “Cessions internationales de créances, Les besoins de la pratique”, 75 *Revue de Droit Bancaire et de la Bourse* 165 (1999); SCHWARCZ, véase la nota 19 *supra*; Jean STOUFFLET, “Cessions internationales de créances, Les contraintes juridiques actuelles”, 75 *Revue de Droit Bancaire et de la Bourse* 169 (1999).

to), así como el hecho de que se disocia ese pago liberatorio de las cuestiones de prelación y de que se salvaguardan los derechos y excepciones del deudor.

Asimismo, la Convención es un instrumento innovador al centralizar todas las cuestiones de prelación haciéndolas depender de la ley del Estado en que se encuentra el cedente. Uno de los logros más importantes de la Convención puede ser la reglamentación del derecho de prelación sobre el producto, supeditándolo a la ley del lugar en que se encuentra el cedente y previendo el arreglo consistente en mantener aparte los fondos del producto. Es muy posible que esta regla facilite notablemente la financiación mediante cesión de créditos en los países en que no se reconocen los derechos reales sobre el producto.

Además, las reglas independientes de derecho internacional privado enunciadas en la Convención dan una orientación útil para colmar las lagunas de la Convención y le agregan un valor suplementario al unificar las reglas de derecho internacional privado de aplicación general.

Por último, las reglas de prelación facultativas de derecho sustantivo que figuran en el anexo de la Convención complementan útilmente las reglas de prelación de derecho internacional privado remitiendo a la ley del Estado de ubicación del cedente, en el caso de los Estados que desean modernizar o armonizar sus regímenes de prelación.

JURISPRUDENCIA

CARÁCTER ABUSIVO DE LA CLÁUSULA DE REDONDEO EXCLUSIVAMENTE AL ALZA EN LOS CONTRATOS DE PRÉSTAMO HIPOTECARIO A TIPO DE INTERÉS VARIABLE

*[Comentario a la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia n.º 50
de Madrid, de 11 de septiembre de 2001, y Auto del mismo Juzgado,
de 20 de diciembre de 2001]*

Ponente Ilma. Sra. Campesino Temprano

ANDRÉS DOMÍNGUEZ LUELMO

*Profesor Titular de Derecho Civil
Universidad de Valladolid*

FUNDAMENTOS DE DERECHO

Primero.—Por la representación procesal de la parte actora se ejercita, al amparo del art. 12 de la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre Condiciones Generales de la Contratación, acción colectiva de cesación de condiciones generales de la contratación contra Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid, interesando se declare la nulidad de la condición general de la contratación utilizada por la entidad demandada en los contratos de préstamo hipotecario a tipo de interés variable, que establece un redondeo por exceso del tipo de interés resultante de la aplicación del índice pactado en dichos contratos, condenando a eliminar dicha condición de los contratos de préstamo a tipo de interés variable con garantía hipotecaria y a abs-

tenerse de utilizarla en lo sucesivo, ordenando la publicación del fallo de la sentencia en los términos previstos en el art. 21 de la Ley de Condiciones Generales de la Contratación y la inscripción de la sentencia estimatoria en el Registro de Condiciones Generales de la Contratación, a tenor del art. 22 de dicho cuerpo legal.

La representación procesal de la entidad demandada se opone a la demanda en su escrito de contestación alegando la excepción de falta de personalidad del procurador del actor por insuficiencia o ilegalidad del poder, a la cual renunció en el acto de la comparecencia prevista en el art. 691 de la LEC, al haberse subsanado dicho defecto, e igualmente plantea la excepción de falta de legitimación activa de la parte actora, manifes-

tando en relación al fondo del asunto que la cláusula objeto de litigio no adolece de nulidad, al no ser contraria a las exigencias de la buena fe, no causar perjuicio al consumidor y no implicar un desequilibrio importante de los derechos u obligaciones de las partes derivadas del contrato, sosteniendo que el redondeo forma parte integrante del precio de la operación y que dicho precio no puede ser considerado como una condición general de la contratación.

Segundo.—En primer término ha de examinarse la excepción de falta de legitimación activa de la demandante planteada por la representación procesal de la entidad demandada. El art. 16.3 de la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre Condiciones Generales de la Contratación establece que las acciones previstas en el art. 12, entre las cuales se encuentra la acción colectiva de cesación de condiciones generales que se esgrime en la presente litis, puede ser ejercitada, entre otras, por las asociaciones de consumidores y usuarios legalmente constituidas y que tengan estatutariamente encomendada la defensa de éstos. El art. 20 LGDCU dispone que las asociaciones de consumidores y usuarios se constituirán con arreglo a la Ley de Asociaciones y según dicho texto legal de 24 de diciembre de 1964 la libertad de asociación se ejercita jurídicamente mediante el acta en que conste el propósito de varias personas naturales que, con capacidad de obrar, acuerden voluntariamente servir un fin determinado y lícito según sus estatutos, tal y como resulta de lo dispuesto en el art. 3.1, disponiendo el art. 22.3 de la CE que, constituida la asociación al amparo de dicho artículo, deberá inscribirse en un registro a los solos efectos de publicidad, precepto constitucional que ha conllevado una ardua discusión doctrinal y jurisprudencial sobre las consecuencias de la inscripción registral, en relación fundamentalmente a determinar si dicha inscripción conlleva la adquisición de personalidad jurídica por la asociación o si, por el contrario, la personalidad se adquiere por el solo hecho de la

válida constitución de la asociación y con independencia de la inscripción registral, debate que en el presente supuesto carece de relevancia al acreditarse por la actora que se halla inscrita como asociación en virtud de resolución de la Dirección General de Política Interior de dicho Ministerio, de fecha 12 de marzo de 1987, la cual se aporta a autos, por lo que constando que la misma ha sido constituida válidamente con arreglo a derecho ha de estimarse que posee personalidad jurídica para el ejercicio de la acción a tenor de lo dispuesto en el art. 16.3 de la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre Condiciones Generales de la Contratación, al estar legalmente constituida y tener estatutariamente encomendada la defensa de los intereses de los consumidores y usuarios, como así resulta del art. 2 de sus Estatutos, sin que sea precisa su inscripción en el libro de registro del Ministerio de Sanidad y Consumo, tal y como parece pretender la entidad demandada, ya que si bien el art. 20.3 de la LGDCU establece la necesidad de dicha inscripción, lo hace a los efectos de que las asociaciones de consumidores y usuarios puedan gozar de cualquier beneficio que les otorgue dicha Ley y disposiciones reglamentarias y concordantes, sin que pueda considerarse como un beneficio el ejercicio de las acciones a que se refiere el art. 20.1 de la LGDCU, puesto que tal y como señala un sector doctrinal, acudir a los Tribunales solicitando la tutela de los derechos e intereses legítimos de los que la asociación es portadora se encuentra más próximo al ejercicio del derecho fundamental consagrado en el art. 24.1 de la Constitución que al concepto de beneficio o privilegio, no siendo una limitación razonable ni proporcionada del derecho fundamental a la tutela judicial de los derechos e intereses legítimos el condicionar dicho derecho a la previa inscripción en un registro especial, implicando la introducción por vía reglamentaria, concretamente por el RD 825/1990, de 22 de junio, sobre el Derecho de Representación, Consulta y Participación de los Consumidores y Usuarios a través de sus asociaciones, de un requisito previo para

el ejercicio de las acciones judiciales, no previsto en la LGDCU, que al referirse en su art. 20.1 al ejercicio de las acciones no establece ninguna diferencia entre los diversos tipos de asociaciones según estén o no inscritas en un registro administrativo, un desconocimiento del principio de jerarquía normativa que autoriza a inaplicar la norma reglamentaria a tenor del art. 9.3 de la CE y art. 6 de la LOPJ, por lo que debe concluirse que las asociaciones de consumidores y usuarios no inscritas en el libro registro ministerial pueden emprender acciones judiciales en defensa de derechos e intereses legítimos como los que nos ocupan, siempre que tal y como exige el art. 16 de la Ley 7/1998, de 13 de abril, tengan estatutariamente encomendada la defensa de éstos, careciendo por todo ello de relevancia a los efectos de la presente litis, la concurrencia o no de las circunstancias previstas en el art. 21 de la LGDCU.

Tercero.—Una vez rechazada la falta de legitimación activa de la parte demandante, ha de examinarse la acción colectiva de cesación de condiciones generales ejercitada al amparo del art. 12 de la Ley 7/1998, de 13 de abril, anteriormente referida. Dicha acción tiene por finalidad obtener un pronunciamiento judicial por el que se condene al demandado a eliminar de sus condiciones generales las que se reputen nulas y a abstenerse de utilizarlas en lo sucesivo basando la parte demandante la nulidad de la cláusula objeto de litis, relativa a la imposición al adherente del redondeo por exceso del tipo de interés, resultante de la aplicación del índice pactado en los contratos de préstamo hipotecario a interés variable, en su carácter de cláusula abusiva conforme al art. 8.2 de la Ley 7/1998, de 13 de abril, que dispone que serán nulas las condiciones generales que sean abusivas, cuando el contrato se haya celebrado con un consumidor, entendiendo por tales en todo caso las definidas en el art. 10 bis y Disp. Adic. 1.ª de la LGDCU, estableciendo el art. 10 bis referido que se considerarán cláusulas abusivas

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 efecto, tal y como sostiene la parte demandada, las normas protectoras de los consumidores en materia de condiciones generales no son aplicables a los elementos esenciales del contrato, por tratarse de una cuestión que debe quedar remitida a la libre autonomía de las partes y a las reglas del mercado, evitando un intervencionismo legal o judicial que pudiera entorpecer injustificadamente el juego de tales mecanismos. Si bien, en el supuesto que nos ocupa no cabe estimar que la nulidad pretendida por la demandante se refiera a un elemento esencial en los contratos de préstamo hipotecario a interés variable, como es el precio de la operación, puesto que de la lectura del modelo de minuta para préstamos hipotecarios, aportada como documento 3 con la demanda, y cuya utilización no niega la parte demandada, resulta concretamente de sus estipulaciones 3.ª y 3.ª bis, que en la primera de ellas se establece el tipo de interés nominal anual a devengar durante toda la vida del préstamo, estableciendo la cláusula 3.ª bis la forma de determinación del tipo de interés pactado, sin que el redondeo por exceso que en ella dispone pueda considerarse como integrante del precio del contrato, dado el carácter eventual de su aplicación, puesto que puede devenir innecesario en el supuesto de que el exceso no concurra, lo que conlleva la procedencia de someter a control el posible carácter abusivo de dicha cláusula, la cual ha de estimarse como una condición general de la contratación a tenor del art. 1 de la Ley reguladora de dichas condiciones, ya que la lectura del modelo de minuta para préstamos hipotecarios, correspondiente a la entidad demandada, pone de relieve que se trata de una cláusula predisposta unilateralmente por la entidad bancaria, sin que el hecho de que en determinados supuestos di-

cha cláusula haya sido objeto de variación por las partes, pueda llevar a la conclusión contraria, atendiendo a que pese al notorio volumen de contratación de estas características, realizado por la entidad demandada, se aportan únicamente por la misma testimonios notariales de dos escrituras de préstamos hipotecarios, en los que al determinar el tipo de interés aplicable no se establece el redondeo del índice de referencia pactado.

Es doctrina y jurisprudencia pacífica que para que una cláusula contractual sea declarada abusiva precisa, necesariamente, que perjudique de manera desproporcionada o no equitativa al consumidor, al tiempo que comporte una posición de desequilibrio entre los derechos y obligaciones de las partes, en perjuicio de los consumidores y usuarios. Es evidente que el redondeo por exceso favorable exclusivamente a la entidad prestamista, carece de justificación y conlleva un desequilibrio contractual importante para el consumidor, contrario en sí mismo a la buena fe objetiva, ya que puede verse obligado a abonar a la entidad bancaria, en el transcurso del período de duración del préstamo concertado, una cantidad notablemente superior a la que se vería obligado a satisfacer en el supuesto de que dicho redondeo en beneficio exclusivo de la entidad prestamista no se hubiera concertado, no debiendo desconocerse que no se prevé la posibilidad, tal y como señala la representación de la entidad actora, de que dicho redondeo del tipo resultante se efectúe al más cercano múltiplo del factor de redondeo pactado, extremos que eliminaría el desequilibrio entre partes al poder beneficiarse del mismo, no únicamente la prestamista, como en el caso objeto de litigio acontece, sino también la parte prestataria, por todo lo cual y concurriendo las circunstancias previstas en el art. 10 bis de la LGDCU para estimar abusiva la condición general de la contratación cuya nulidad se pretende, procede estimar las pretensiones de la parte actora condenando

a la entidad bancaria demandada a eliminar de los contratos de préstamo hipotecario a tipo de interés variable la condición general de la contratación que establece el pacto de redondeo por exceso del tipo de interés resultante. Del índice de referencia establecido en dichos contratos y a abstenerse de utilizarlas en lo sucesivo, acordando la publicación solicitada por la parte demandante a tenor de lo dispuesto en el art. 21 de la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre Condiciones Generales de la Contratación.

Cuarto.—De conformidad con lo dispuesto en el art. 523 de la LEC han de imponerse las costas a la parte demandada.

FALLO

Que estimando la demanda interpuesta por la Asociación de Usuarios de Servicios Bancarios (AUSBANC) representada por la Procuradora D.^a M.J.R.T. contra Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid, representada por D.^a L.T.R., debo declarar y declaro la nulidad de la condición general de la contratación incluida en los contratos de préstamo hipotecario a tipo de interés variable suscritos por la entidad demandada, que establece un redondeo por exceso del tipo de interés resultante de la aplicación del índice de referencia, condenando a la entidad bancaria demandada a eliminar dicha condición general de la contratación, y a abstenerse de utilizarla en lo sucesivo; ordenando la publicación del fallo de la presente sentencia, una vez firme, junto con el texto de la cláusula afectada, en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en un periódico de difusión nacional, en los términos solicitados por la parte actora, con los gastos a cargo del demandado, para lo cual se le concede un plazo de quince días desde la notificación de la sentencia, acordando librar mandamiento al titular del Registro de Condiciones Generales de la Contratación para

la inscripción de la sentencia, con imposición de costas a la demandada.

FUNDAMENTOS DE DERECHO

Primero.—La representación procesal de (...) se opone a la ejecución despachada, en virtud de Auto de 30 de Octubre de 2001, de la sentencia dictada en el Juicio declarativo de Menor Cuantía 485/2000, al amparo del art. 528.2.1 de la LEC 1/2000, y ello por considerar que se vulnera lo dispuesto en el art. 527 de la LEC, al estimar que en la sentencia que se ejecuta no existe un pronunciamiento de condena a favor del solicitante, tal y como exige el art. 527.3 de la LEC 1/2000 y que el pronunciamiento que pretende ejecutarse deriva de un pronunciamiento declarativo y por tanto, no es susceptible de ejecución; asimismo con carácter subsidiario y a tenor del art. 528.2.2 de la LEC se formula oposición, por considerar imposible restaurar la situación anterior a la ejecución provisional o indemnizar a su mandante, en caso de revocación de la sentencia, interesando subsidiariamente y en el caso de que no se acuerde dejar sin efecto la ejecución despachada, se amplíen los plazos para la modificación operativa de las operaciones.

Segundo.—En primer término ha de examinarse la oposición planteada por entidad ejecutada, conforme a lo establecido en el art. 528.2.2 en relación con el art. 527.3 de la LEC 1/2000, por considerar que la sentencia a cuya ejecución se opone, no contiene pronunciamiento de condena a favor del solicitante. Tal y como se establece en el auto dictado el 30 de octubre de 2001, acordando la ejecución provisional, se recogen dos pronunciamientos respecto de los cuales se accede a la solicitud solicitada. Por un lado, la eliminación de la condición general de la contratación, cuya nulidad se declara, incluida en los contratos de préstamo hipotecario a tipo de interés variable ya suscritos por (...) que establece un redondeo por exceso del tipo de interés resultante de la aplica-

ción del índice de referencia y por otro lado, la abstención de utilizar dicha condición general de contratación en los contratos de préstamo hipotecario, a interés variable, que se realicen en un futuro por la entidad ejecutada.

En relación con la eliminación de la condición general de contratación objeto de la litis, de los contratos de préstamos hipotecario a interés variable ya suscritos, ha de acudirse a lo dispuesto en el art. 519 de la LEC que establece que cuando las sentencias de condena a que se refiere la regla primera del art. 221 no hubiesen determinado los consumidores o usuarios individuales beneficiados por aquella, el tribunal competente para la ejecución, a solicitud de uno o varios interesados y con audiencia del condenado, dictará auto en que resolverá si, según los datos, características y requisitos establecidos en la sentencia, reconoce a los solicitantes como beneficiarios de la condena y con testimonio de este auto, los sujetos reconocidos podrán instar la ejecución. En efecto, tal y como sostiene la ejecutada y aunque la sentencia que se ejecuta no debía ajustarse a lo dispuesto en el art. 221 de la LEC 1/2000, dado que el procedimiento que dio origen a la misma se inició con anterioridad a la entrada en vigor de la LEC 1/2000, siendo de aplicación la Disposición Transitoria 2.^a de la misma, lo cierto es que estamos en presencia de una sentencia dictada en un proceso promovido por una asociación de usuarios y que el pronunciamiento cuya ejecución se pretende, no puede entenderse que sea un pronunciamiento de condena a favor de la misma, sino que a quien favorece es a aquéllos prestatarios que suscribieron con (...) préstamos hipotecarios a interés variable, en los que se contuviera la condición general de la contratación cuya nulidad se declara y por tanto son, en su caso, dichos interesados los que deberán solicitar su pronunciamiento favorable a las pretensiones ejercitadas por la demandante, lo que determina que respecto del pronunciamiento analizado y conforme con lo establecido en el

art. 530.1 de la LEC 1/2000, no proceda proseguir dicha ejecución provisional.

Tercero.—En segundo término y por lo que se refiere al pronunciamiento relativo a la condena a la entidad ejecutada, de abstenerse de utilizar la condición general de contratación, cuya nulidad haya sido declarada, en los contratos de préstamo hipotecario a interés variable que en el futuro suscribiera, no resulta de aplicación el art. 519 de la LEC, ya que los sujetos que pudieran resultar beneficiados por dicha eliminación no puedan determinarse en este momento y por tanto y respecto de dicho pronunciamiento ha de considerarse legitimada para instar la ejecución provisional a la asociación demandante, ya que de otro modo quedaría sin contenido el mismo, al no existir parte alguna que pudiera instar la ejecución provisional de un pronunciamiento de no hacer, sin que el mismo pueda estimarse que no sea susceptible de dicha ejecución, tal y como mantiene la ejecutada, por derivar de un pronunciamiento declarativo, que conforme con el art. 521.1 de la LEC no es susceptible de tal ejecución, ya que es evidente que una sentencia meramente declarativa no es susceptible de ejecución por su propia naturaleza, pero ello no significa que los pronunciamientos derivados de la misma y susceptibles de ejecución, no pueden ser objeto de ésta, todo lo cual conlleva que proceda rechazar la oposición planteada por la ejecutada, respecto del pronunciamiento que se analiza, al amparo del art. 528.2.1 de la LEC. Debiendo analizarse la oposición formulada, con carácter subsidiario, conforme al art. 528.2.2 de la LEC, que establece como motivo de oposición el que resulte imposible o de extrema dificultad, atendida la naturaleza de las actuaciones ejecutivas, restaurar la situación anterior a la ejecución provisional o compensar económicamente al ejecutado mediante el resarcimiento de los daños y perjuicios que se le causaren, si aquella sentencia fuese revocada y dado que

es evidente que de obligar a la entidad ejecutada a suscribir contratos de préstamo hipotecario a interés variable, sin incluir la condición general de contratación cuya nulidad se ha declarado, resultaría imposible restaurar la situación anterior a la ejecución provisional, si la sentencia fuese revocada, ya que para ello sería preciso obligar a los sujetos que hayan suscrito dichos contratos de préstamo, a emitir su consentimiento contractual para la inclusión en los mismos y con carácter retroactivo, a la fecha de celebración del contrato, de la condición general de contratación no aplicada; siendo igualmente de extrema dificultad compensar económicamente al ejecutante mediante el resarcimiento de los daños y perjuicios que se le causaren, dado el volumen de contratación de préstamos hipotecarios, con las diversas estipulaciones pactadas al respecto, de los que podría derivar la indemnización a satisfacerse por el ejecutante, en caso de revocación de la sentencia, procede dejar en suspenso la ejecución, sin que se considere preciso conforme a lo dispuesto en el art. 700 en relación con el art. 530 de la LEC, adoptar medidas de garantía para asegurar la efectividad de la condena.

FALLO

Se declara no haber lugar a que prosiga la ejecución provisional del pronunciamiento relativo a la condena a la entidad demandada a eliminar, en el plazo de 30 días, la condición general de la contratación incluida en los contratos de préstamo hipotecario a tipo de interés variable suscritos por (...) que establece un redondeo por exceso del tipo de interés resultante de la aplicación del índice de referencia.

Suspendiéndose la ejecución respecto del pronunciamiento referente a la condena, a la entidad ejecutada, a abstenerse de utilizar dicha condición general en lo sucesivo, en los contratos de préstamo hipotecario a tipo de interés variable.

COMENTARIO

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
 - II. LA PRÁCTICA DEL REDONDEO.
 - III. LEGITIMACIÓN ACTIVA DE LAS ASOCIACIONES DE CONSUMIDORES Y USUARIOS.
 - IV. LA ACCIÓN COLECTIVA DE CESACIÓN DE CONDICIONES GENERALES.
 - V. EL CARÁCTER ABUSIVO DE LA CLÁUSULA DEL REDONDEO AL ALZA.
 - VI. EL PROBLEMA DE LA EJECUCIÓN PROVISIONAL DE LA SENTENCIA.
-

I. INTRODUCCIÓN

Esta Sentencia, no obstante proceder de un Tribunal de instancia, ha tenido una enorme repercusión en los medios de comunicación, así como en revistas especializadas en temas jurídicos. Del planteamiento de la demanda se había hecho ya eco la revista *Noticario Jurídico Aranzadi*, n.º 87, de 23 de noviembre de 2000, p. 3, donde se ponía de relieve que la Asociación de Usuarios de Servicios Bancarios (AUSBANC) consideraba abusiva la cláusula de redondeo que afectaba a préstamos y a créditos, y que al efecto se había elaborado un modelo de carta para los usuarios en la que se argumentaba que el redondeo al alza en las revisiones de los intereses en los préstamos era abusivo, de acuerdo con la LGDCU, y se pedía que no se aplicara dicho redondeo así como la devolución de las cantidades que las entidades hubieran ingresado de más por el ejercicio de esta práctica. La Sentencia del Juzgado de Primera Instancia n.º 50 de Madrid, de 11 de septiembre de 2001, y el Auto del mismo Juzgado, de 20 de diciembre de 2001, se publicaron íntegramente dentro de la Sección “La Sentencia del día” en la Revista Jurídica *La Ley*, núms. 5394 y 5478, de 11 de octubre de 2001 y 8 de febrero de 2002, respectivamente. La repercusión que ha tenido este fallo ha sido tal que el 25 de octubre de 2001 se registra en el Senado una Pregunta del Sr. D. Manuel Hurtado García (Grupo Socialista) “*sobre si el Ministerio de Hacienda ha adoptado alguna medida para que no se lleve a cabo el redondeo al alza de los préstamos hipotecarios*”, de la que solicita

repuesta escrita⁽¹⁾. La Contestación del Gobierno, rubricada por el Secretario de Estado de Relaciones con las Cortes, tiene fecha de 31 de enero de 2002 y se publica el 19 de febrero del mismo año en el Boletín Oficial de las Cortes Generales⁽²⁾.

La Asociación Hipotecaria Española (AHE) salió en su momento al paso de esta sentencia con un documento accesible a través de Internet⁽³⁾, titulado “El redondeo en los préstamos hipotecarios (Práctica financiera y contexto legal)”, en el que se defiende la utilización del redondeo en las hipotecas a interés variable, y se llega a afirmar, nada menos, que el redondeo es una “exigencia derivada de la necesidad de transparencia en la determinación de las cuotas de amortización”, y que “una disposición que lo prohibiera, aparte de ir contra una práctica generalizada en todo el mundo, sería perjudicial para los derechos del consumidor en la medida en que le impediría calcular automáticamente el importe de las cuotas a pagar”. Contrapunto de lo anterior es la publicación de un número monográfico de la revista *Justicia y Derecho* (n.º 53, noviembre de 2001), que AUSBANC distribuye entre sus asociados, dedicado íntegramente a esta sentencia, que se reproduce literalmente, y a las cláusulas de redondeo al alza en los préstamos hipotecarios. A ambos documentos se refiere la Contestación del Gobierno a la pregunta 8604 del senador Sr. Hurtado García.

II. LA PRÁCTICA DEL REDONDEO

La práctica del redondeo resulta mucho más conocida en la actualidad, referida a la implantación del euro. Sin embargo, existe una diferencia fundamental entre el redondeo aplicado al euro y el supuesto de hecho resuelto en la Sentencia objeto de comentario: el modo de realizar el redondeo en el euro está regulado legislativamente, y se aplica a las conversiones en euros de los importes monetarios nacionales o viceversa, es decir, tiene su causa en la introduc-

(1) Calificada el 6 de noviembre, se publica en el *BOCG*, VII Legislatura, Serie I, Boletín General, n.º 313, de 14 de noviembre de 2001, pp. 5 y 26, con la referencia n.º 684/008604/0001.

(2) *BOCG*, VII Legislatura, Serie I, Boletín General, n.º 364, de 19 de febrero de 2002, pp. 62-63. La pregunta tal y como aquí se reproduce es más concreta: “Después de la sentencia del Juzgado de Primera Instancia n.º 50 de Madrid declarando nula la cláusula de redondeo al alza de los préstamos hipotecarios ¿ha tomado alguna medida el Ministerio de Hacienda para que no se lleve a cabo el redondeo con el fin de evitar estas prácticas denominadas «abusivas» para los usuarios?”.

(3) Cfr. www.asoc-hipotecaria.es, de fecha 15 de octubre de 2001.

ción de una nueva moneda ⁽⁴⁾. Por otro lado, la cuestión tampoco tiene nada que ver con otro redondeo que se utiliza rutinariamente, cuando se prescinde de pequeñas diferencias, ya sea por no existir físicamente signos monetarios que representen tales diferencias, o cuando a pesar de existir piezas monetarias que expresan las mismas, éstas son insignificantes o dificultan su utilización en la práctica.

Lo que aquí se plantea es el redondeo utilizando una misma unidad monetaria, de manera que el conflicto aparece a la hora de aplicar el tipo de referencia, que va a determinar junto con otros elementos la cuantía del tipo de interés en los préstamos a interés variable. Si para actualizar el préstamo se ha tomado como factor de redondeo un cuarto de punto del índice que se haya acordado como referencia (MIBOR o cualquier otro), es habitual que las entidades de crédito establezcan que el redondeo sea siempre a una fracción superior, de manera que siempre beneficia a aquéllas y nunca al cliente. Como se ha señalado ⁽⁵⁾, en estos casos debe tenerse en cuenta si estamos o no ante una cláusula negociada individualmente entre el consumidor/usuario y la entidad de crédito. Si la cláusula ha sido negociada individualmente no puede plantearse que la misma sea abusiva; pero debe ser la entidad de crédito la que pruebe que ha sido objeto de negociación individual (arts. 10 bis.1, ap. 1 y 3 de la LGDCU, en la redacción dada por el punto 3 de la Disposición Adicional Primera de la LCGC). En aquellos casos en que la cláusula fuera impuesta, y no objeto de negociación individual, podría considerarse abusiva cuando fuera contraria a las exigencias de la buena fe causando “en perjuicio del consumidor, un *desequilibrio importante* de los derechos y obligaciones de las partes que se derivan del contrato” (art. 10 bis.1, ap. 1). En definitiva, el carácter abusivo radica en la falta de reciprocidad, de manera que la cláusula de redondeo se puede considerar abusiva si sólo se ha establecido al alza, y no abusiva si se ha establecido al alza o a la baja, según los casos, de manera que el usuario puede resultar igualmente favorecido que perjudicado por la operación matemática que proceda realizar: en estos casos los redondeos al alza o a la baja se compensarían entre sí a la hora de calcular la cantidad total.

Con arreglo a la Disposición Adicional 1.ª I.2.º, ap. 2.º LGDCU, el problema estará en decidir si la determinación del redondeo del índice de referencia

(4) Cfr., ampliamente, MARTÍN MELÉNDEZ, M.T., *El euro: paridad, continuidad, conversión y redondeo*, La Ley, Madrid, 2001, pp. 238 y ss.

(5) Cfr. VATTIER FUENZALIDA, C., “Las cláusulas abusivas en los contratos de adhesión”, *RCDI*, n.º 630, 1995, pp. 1539 y ss.; BUESO GUILLÉN, P.J., “Los criterios determinantes del carácter abusivo en la Directiva comunitaria sobre cláusulas abusivas en contratos celebrados con consumidores”, *RDBB*, n.º 59, 1995, pp. 666 y ss.; MARTÍN MELÉNDEZ, *op. cit.*, pp. 232 y ss., nota 436.

sólo al alza supone realmente falta de reciprocidad y desequilibrio entre los derechos y obligaciones derivados del contrato, o si no es más que una forma de dejar claramente fijada la manera en que se va a calcular el tipo de interés. A mi juicio, se puede considerar perfectamente válido el hacer depender el tipo de interés de las variaciones que sufra un índice legal y ajeno a la voluntad del prestamista. Sin embargo, en aquellos casos en que en la fórmula empleada para su determinación se introduzcan elementos que, lejos de ser neutrales, favorecen por sistema al prestador de servicios y, correlativamente, perjudican al prestatario, debe considerarse que la cláusula es nula por abusiva.

Contrariamente a lo aquí mantenido, en el documento citado de la Asociación Hipotecaria Española se utilizan otros argumentos, que básicamente son los mismos que ha esgrimido la entidad de crédito demandada en la sentencia objeto de comentario. En este sentido se trata la figura del redondeo como algo que ha permitido la rebaja de los tipos de interés, aludiéndose a las ventajas de los productos empaquetados. Así, se destaca que en un primer momento las fórmulas de redondeo al intervalo más próximo, al alza y a la baja, tenían un nivel de distribución equivalente, pero que progresivamente se ha utilizado el redondeo al alza o al más próximo, siendo claramente rechazado por la demanda el redondeo a la baja. Sin embargo, debe destacarse que si el mercado se ha inclinado por un redondeo al alza es a cambio de un diferencial más suave. Así, en el ejemplo que se utiliza por la Asociación Hipotecaria Española, entre dos productos que tienen financieramente el mismo costo, consistentes en el Euribor + 0,77 con redondeo al cuartillo al alza, y Euribor + 1,03, con redondeo al cuartillo a la baja, las preferencias se decantan a favor del primer producto. Como se puede ver, se trata de desviar la atención como si el problema planteado fuera el impacto financiero del redondeo, de tal manera que se llega a afirmar que éste es siempre neutro, y que la cantidad ganada por la entidad con dicho redondeo se puede calcular de antemano por lo que tal impacto forma parte del precio del producto. Desde luego, el argumento es inteligente porque, como analizaremos después, las normas protectoras de los consumidores y usuarios en materia de condiciones generales no son aplicables a los elementos esenciales del contrato.

Se puede fácilmente constatar que el punto de vista desde el que se aborda el redondeo en este documento y en la Sentencia objeto de comentario es bastante diferente. La Asociación Hipotecaria Española defiende un redondeo como operación de cálculo que en ningún momento es puesta en tela de juicio por la Sentencia (tampoco en la demanda que interpone AUSBANC). Lo que se pone de relieve en la Sentencia es que la cláusula que en contratos de préstamo concretos impone exclusivamente el redondeo al alza es abusiva. La Sentencia no entra a valorar (no podría hacerlo) cómo han incidido en los últimos años las fórmulas de redondeo sobre los diferenciales, sino la fórmula concreta insertada en específicos préstamos hipotecarios, en la que sólo se contempla el redondeo

al alza, es decir, en todo caso a favor de la Entidad de crédito y nunca del usuario. Podrá afirmarse que el criterio seguido por la Sentencia afectará al futuro de los préstamos hipotecarios, pero no que el redondeo exclusivamente al alza sea neutro para el consumidor o usuario en un préstamo concreto.

III. LEGITIMACIÓN ACTIVA DE LAS ASOCIACIONES DE CONSUMIDORES Y USUARIOS

El art. 7.3 de la LOPJ reconoce la legitimación de las corporaciones, asociaciones y grupos que resulten afectados, para la protección de los derechos e intereses, tanto individuales como colectivos, de manera que en ningún caso pueda producirse indefensión. El art. 11 de la LEC consagra en concreto la legitimación activa de las asociaciones de consumidores y usuarios, legalmente constituidas, para defender en juicio tanto los derechos de sus asociados, como los intereses generales de consumidores y usuarios. Con ello impulsan nuevos mecanismos de protección de grupos de personas que comparten intereses comunes⁽⁶⁾. El problema que plantea este precepto con relación a la sentencia objeto de comentario es precisamente el de la necesidad de que las asociaciones de consumidores y usuarios estén “*legalmente constituidas*”, aunque hay que destacar que en el momento de presentarse la demanda no estaba todavía vigente el nuevo texto de la Ley ritaria.

De acuerdo con el art. 20.1 LGDCU, las Asociaciones de Consumidores y Usuarios “se constituirán con arreglo a la Ley de Asociaciones y tendrán como finalidad la defensa de los intereses, incluyendo la información y educación de los consumidores y usuarios; podrán... ejercer las correspondientes acciones en defensa de los mismos, de la asociación o de los intereses generales de los consumidores y usuarios, y disfrutarán del beneficio de justicia gratuita en los casos a que se refiere el art. 2.2...”. La interpretación más extendida de este precepto considera que estas asociaciones, lo mismo que cualquier otra persona física o jurídica, son titulares del derecho fundamental a la tutela judicial y acceso a la justicia consagrado en el art. 24.1 de la CE, lo que debería impedir que jueces y tribunales apreciaran falta de legitimación activa en las asociaciones de consumidores y usuarios que actúan judicialmente en defensa de sus derechos e intereses legítimos, que no son otros que la defensa y protección de los derechos e intereses legítimos de los propios consumidores y usuarios, in-

(6) Cfr. TORIBIOS FUENTES, F. y VELLOSO MATA, M.J., *Manual práctico del nuevo proceso civil*, 2.ª ed., Lex Nova, Valladolid, 2001, p. 71.

cluidos los intereses colectivos y difusos⁽⁷⁾. No obstante, el art. 20.3 LGDCU provoca cierta confusión cuando dispone que para poder gozar de cualquier beneficio que les otorgue la Ley, las asociaciones de consumidores y usuarios deben figurar inscritas en un libro registro, que se llevará en el Ministerio de Sanidad y Consumo. Ello plantea el problema de establecer si todas las asociaciones pueden ejercitar las acciones judiciales a que se refiere el art. 20, sin necesidad de cumplir ulteriores requisitos, o si, por el contrario, lo procedente es entender que el ejercicio de dichas acciones es un “beneficio” en el sentido del art. 20.3, cuyo disfrute se puede supeditar a la previa inscripción de la asociación correspondiente en el libro de registro del Ministerio de Sanidad y Consumo.

Inicialmente parecía inclinarse por esta segunda opción el RD 825/1990, de 22 de junio, sobre el derecho de representación, consulta y participación de los consumidores y usuarios a través de sus asociaciones. En los arts. 16 y 18 se distingue entre asociaciones simplemente *inscritas* (que pueden representar a sus asociados y ejercer las correspondientes acciones en defensa de los mismos en lo referente a los derechos reconocidos en el art. 2.2 LGDCU) y asociaciones *representadas en el Consejo de Consumidores y Usuarios* (que además de lo anterior pueden ejercer las correspondientes acciones en defensa de los *intereses generales* de los consumidores y usuarios). El problema estriba en que ni la LGDCU, ni de modo especial el RD 825/1990, se refieren a las asociaciones no inscritas. Parece que el criterio que implícitamente se deriva de la norma reglamentaria es que estas asociaciones no pueden ejercitar ninguna acción judicial, pues tal ejercicio se considera como un “beneficio” del que sólo se puede gozar una vez cumplido el requisito de la previa inscripción en el libro registro del Ministerio. La interpretación realizada por la Sentencia objeto de comentario me parece correcta: cuando el art. 20.1 LGDCU se refiere al ejercicio de las acciones no establece ninguna diferencia entre los diversos tipos de asociaciones dependiendo de que estén o no inscritas en un registro administrativo. Así pues, en virtud del principio de jerarquía normativa una norma de carácter reglamentario no puede restringir el ámbito de aplicación de esta ley, y mucho menos cuando el art. 16 LCGC reconoce la legitimación activa de las asociaciones de consumidores y usuarios para ejercitar las acciones previstas en el art. 12 siempre que tengan estatutariamente encomendada la defensa de los intereses

(7) Cfr. MARÍN LÓPEZ, J.J., “Comentario al art. 20 LGDCU”, en BERCOVITZ, R. y SALAS, J. (Coord.) *Comentarios a la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios*, Civitas, Madrid, 1992, pp. 491 y ss.; AZA CONEJO, M.J., “Organismos de defensa de los consumidores”, en LEÓN ARCE, A. (Dir.), *Derechos de los consumidores y usuarios*, Tirant lo blanch, Valencia, 2000, pp. 103 y ss.; y en este mismo volumen, BUJOSA VADELL, J.G., “El acceso a la justicia de los consumidores y usuarios: Introducción”, pp. 1117 y ss.

de éstos. Además de ello, la posibilidad de acudir ante los Tribunales de Justicia solicitando la tutela de los derechos e intereses legítimos cuya defensa tiene encomendados, no puede considerarse propiamente como un “beneficio” de la asociación, sino más bien como el ejercicio de un derecho fundamental recogido en el art. 24 CE⁽⁸⁾.

Por otro lado, debe tenerse en cuenta que el art. 20.3 LGDCU se refiere a la inscripción en un libro de registro especial del Ministerio de Sanidad y Consumo, y no a la necesidad de inscripción en un Registro General de Asociaciones (de ámbito nacional, autonómico o provincial). Es el art. 20.1 LGDCU el que se remite en cuanto a la constitución de las asociaciones de consumidores y usuarios a la Ley de Asociaciones. Según el art. 3 de la Ley de 24 de diciembre de 1964 para la válida constitución sólo se exige el otorgamiento de un acta en el que conste el propósito de varias personas naturales que, con capacidad de obrar, acuerden voluntariamente servir un fin determinado y lícito según sus Estatutos. El art. 22.3 CE establece la obligatoriedad de inscripción en un registro “a los solos efectos de publicidad”. Tal expresión, bastante poco afortunada, ha provocado un debate doctrinal y jurisprudencial, al que alude la Sentencia objeto de comentario⁽⁹⁾, sobre si tal inscripción conlleva la adquisición de personalidad jurídica por parte de la asociación, o si ésta se adquiere por su válida constitución con independencia de la inscripción registral. Con buen criterio no se entra en esta polémica por cuanto consta la inscripción registral de AUS-BANC en la Dirección General de Política Interior de dicho Ministerio, y estatutariamente tiene encomendada la defensa de los intereses de los consumidores y usuarios, lo cual no puede considerarse como un beneficio a los efectos del art. 20.3 LGDCU.

Con todo, la jurisprudencia recaída sobre la materia plantea algunas dudas. Algunas sentencias han entrado a conocer del fondo del asunto sin plantearse

(8) Sobre el tema, ampliamente, MARÍN LÓPEZ, “Comentario al art. 20 LGDCU”, cit., pp. 553 y ss., donde recoge jurisprudencia del Tribunal Constitucional relacionada con la materia. La interpretación de este autor es básicamente la que sigue la sentencia comentada en este punto. En contra, JIMÉNEZ FORTEA, F., “La capacidad en los procesos para la tutela de los derechos e intereses de los consumidores”, en VV.AA, *Tutela de los consumidores y usuarios en la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil* (Coord. S. BARONA VILAR), Tirant lo blanch, Valencia, 2002, pp. 83 y ss., considera ineludible la inscripción en el libro registro del Ministerio de Sanidad y Consumo, por considerar que tal requisito afecta a la personalidad de la asociación, de manera que si faltara, ésta no tendría capacidad para ser parte.

(9) Sobre el tema, LÓPEZ-NIETO Y MALLO, F., *La ordenación legal de las asociaciones*, 3.ª ed., Dykinson, Madrid, 2000, pp. 91 y ss.; y ampliamente, DE SALAS MURILLO, S., *Las asociaciones sin ánimo de lucro en el Derecho español* Centro de Estudios Registrales, Madrid, 1999, pp. 558 y ss.

problemas de legitimación de la asociación de consumidores y usuarios⁽¹⁰⁾, mientras que, aisladamente, la SAP de Castellón de 31 de diciembre de 1999 niega la legitimación activa de la propia AUSBANC para interponer una acción de nulidad de determinadas condiciones generales con una argumentación a mi juicio equivocada⁽¹¹⁾, doctrina que contradice, entre otras, la STS (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6.ª) de 16 de octubre de 1995⁽¹²⁾. Finalmente, debe dejarse constancia de la necesidad de tener en cuenta sobre el particular la Ley 39/2002, de 28 de octubre, de transposición al ordenamiento jurídico español de diversas Directivas comunitarias en materia de protección de los intereses de los consumidores y usuarios⁽¹³⁾. A través de la misma da nueva redacción, entre otros, a los arts. 6, 11 y 15 de la LEC, al art. 16 de la LCGC (referido expresamente a la legitimación activa para interponer las acciones de cesión, retractación y declarativa), y se adicionan los arts. 10 *ter* y 10 *quater* a la LGDCU, incidiendo directamente en el régimen jurídico de la acción de cesación.

IV. LA ACCIÓN COLECTIVA DE CESACIÓN DE CONDICIONES GENERALES

Solventado el problema de la legitimación activa de AUSBANC, la acción colectiva de cesación de condiciones generales, recogida en el art. 12 de la LCGC, va dirigida a obtener una sentencia por medio de la cual se condene al demandado a eliminar de sus condiciones generales las que se reputen nulas y abstenerse de utilizarlas en lo sucesivo. La demanda plantea la nulidad de la

(10) Así la SAP de Madrid de 18 de marzo de 1999 (Ar. Civ. 1010), y la SJPI n.º 20 de Madrid de 19 de diciembre de 2000 (Ar. Civ. 2369), referidas también a AUSBANC.

(11) Ar. Civ. 122. Los argumentos son los siguientes: “A) el RD 825 que desarrolla la LCU supedita el ejercicio de acciones judiciales de interés general, a la previa inscripción en el Libro-Registro del Ministerio de Sanidad y Consumo; B) en el citado RD sólo se habla de asociaciones inscritas, e inscritas y representadas en el Consejo de Consumidores y Usuarios, omitiendo toda referencia a las asociaciones no inscritas, como ocurre con AUSBANC; C) que no estando inscrita no goza de la presunción de asociación de consumidores y usuarios por lo que se debió probar a lo largo del proceso que reúne los requisitos exigidos por la LCU...; D) y no figura inscrita en el Registro Público de Asociaciones de la Comunidad Autónoma Valenciana”. De alguna manera el mismo criterio está implícito indirectamente en la SJPI n.º 46 de Madrid de 29 de noviembre de 1999 (Ar. Civ. 2212).

(12) RJ 7064. Antes de la LCGC, la jurisprudencia se había mostrado muy poco proclive a reconocer la legitimación activa de las asociaciones de consumidores para interponer este tipo de acciones. Vid. SSTs de 20 de noviembre de 1996 (RJ 8371) y 31 de enero de 1998 (RJ 121), y en la SAP de Madrid de 21 de febrero de 1994 (Ar. Civ. 302).

(13) BOE n.º 259, de 29 de octubre.

cláusula impuesta al adherente de redondeo por exceso del tipo de interés, resultante de la aplicación del índice pactado en los contratos de préstamo hipotecario a interés variable, sobre la base de lo previsto en el art. 8.2 LCGC. Según éste, son en particular nulas las condiciones generales que sean abusivas, cuando el contrato se haya celebrado con un consumidor, entendiendo por tales en todo caso las definidas en el art. 10 bis y Disposición Adicional Primera de la LGDCU.

El problema se centra entonces en el contenido del art. 10 bis, que considera 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. Con la redacción anterior, el art. 10.1.c) LGDCU hablaba ya de buena fe y justo equilibrio de las prestaciones, como dos requisitos que, aun siendo diferentes, son difícilmente separables en la práctica, pues el desequilibrio implica ausencia de buena fe, y ésta difícilmente puede existir si no hay un equilibrio contractual justo⁽¹⁴⁾. La mayoría de la doctrina entiende que la *buena fe* a que se refiere hoy el actual art. 10 bis no puede ser entendida en sentido subjetivo, sino objetivo⁽¹⁵⁾.

El art. 12 LCGC ha sido objeto de nueva redacción por la Disp. Final Sexta de la LEC, diciendo ahora⁽¹⁶⁾: “La acción de cesación se dirige a obtener una sentencia que condene al demandado a eliminar de sus condiciones generales las que se reputen nulas y abstenerse de utilizarlas en lo sucesivo, determinando o aclarando, cuando sea necesario, el contenido del contrato que ha de considerarse válido y eficaz”. La nueva redacción establece con mayor claridad que la pretensión de cesación implica realmente una pluralidad de pretensiones: una

(14) Sobre el tema, según la redacción anterior del art. 10.1.c) LGDCU, vid. DÍAZ ALABART, S., “Comentario al art. 10.1.c)”, en BERCOVITZ y SALAS (Coord.), *Comentarios a la LGDCU*, pp. 252 y ss.

(15) Cfr. DUQUE DOMÍNGUEZ, J., “La protección de los derechos económicos y sociales en la LGDCU”, en *Estudios de Consumo*, 3, 1984, p. 67; BERCOVITZ, R., *Estudios jurídicos sobre protección de los consumidores*, Tecnos, Madrid, 1977, p. 198; LÓPEZ SÁNCHEZ, M.A., “Las condiciones generales de los contratos en el Derecho español”, *RGLJ*, n.º 4, 1987, p. 643; DÍAZ ALABART, “Comentario al art. 10.1.c)”, cit., p. 253; BUESO GUILLÉN, “Los criterios determinantes...”, cit., pp. 665 y ss.; AVILÉS GARCÍA, J., “Cláusulas abusivas, buena fe y reforma del derecho de la contratación en España”, *RCDI*, n.º 648, 1998, p. 1557; BLANCO PÉREZ-RUBIO, L., “El control del contenido en las condiciones generales y en cláusulas contractuales predispuestas”, *RJN*, n.º 35, 2000, pp. 12 y ss., y 28 y ss.

(16) Debe tenerse en cuenta que, con arreglo a la Disposición Derogatoria Única, 2.15.^a de la LEC, se derogan el ap. 3.º del art. 9 y los arts. 14, 15, 18 y 20 de la LCGC. Así, parte del contenido del derogado art. 20.1, referido a los efectos de la sentencia estimatoria de una acción de cesación, se ha incorporado ahora al art. 12 en su nueva redacción.

declaración de nulidad de la condición general, que lleva como aneja una condena de hacer, concretamente la de eliminar las condiciones declaradas nulas; y por último una prestación de no hacer, que consiste en un deber de abstención de utilizar en lo sucesivo las condiciones nulas. Sin embargo, la demanda se plantea antes de la entrada en vigor de la LEC, por lo que se debe partir de la redacción vigente en ese momento de los arts. 12 y 20 de la LCGC.

De acuerdo con lo dispuesto en el art. 12.2 LCGC, la declaración de nulidad de las condiciones generales es un presupuesto necesario para realizar los pronunciamientos de condena que correspondan a la acción de cesación. El propio art. 17 se refiere igualmente a la nulidad de las condiciones generales cuando establece la legitimación pasiva en las acciones de cesación. La redacción del art. 20.1 es poco afortunada, porque en vez de referirse a esta nulidad, lo hace a las cláusulas que se declaren contrarias “a lo prevenido en esta Ley o en otras Leyes imperativas”. Esta falta de concordancia entre los arts. 12 y 17, por un lado, y los tres primeros apartados del art. 20 LCGC, ha sido objeto de duras críticas por la doctrina, cuestión que ha venido a resolver la reforma operada por la LEC. El fallo de la sentencia es en este punto muy claro declarando “la nulidad de la condición general de la contratación” como cuestión previa a los pronunciamientos de condena. El problema se plantea en cuanto a la determinación de las causas de nulidad de las condiciones generales en las que puede basarse la sentencia. Ante la parquedad de lo dispuesto en los arts. 12.1 y 20.1, y las disparidades terminológicas en que incurre la Ley, coincido con la opinión que sustenta que la declaración de nulidad puede fundamentarse en la infracción de la LCGC, en la vulneración de normas imperativas o prohibitivas incluidas en otras leyes, y en la contravención de alguno de los principios generales relativos a los contratos sujetos al Derecho privado, especialmente en lo dispuesto en el art. 8.2 de la misma Ley, referido a las condiciones generales abusivas⁽¹⁷⁾, que es el criterio que se utiliza en la sentencia objeto de comentario.

Consecuencia de la nulidad declarada de la condición general de la contratación, se estiman las acciones de condena propias de la acción de cesación ejercitada. Así, existen en la sentencia dos pronunciamientos de condena a la entidad bancaria: “a eliminar dicha condición general de la contratación, y a

(17) Cfr. BARRÓN DE BENITO, J.L., *Ley sobre condiciones generales de la contratación. Aspectos procesales*, Dykinson, Madrid, 1998, pp. 87 y ss.; CACHÓN CADENAS, M., “Comentario al art. 20 LCGC”, en ARROYO-MIQUEL (Coord.), *Comentarios a la Ley de Condiciones Generales de la Contratación*, Tecnos, Madrid, 1999, pp. 185 y ss.; PICÓ I JUNOY, J., “Comentario al art. 12 LCGC”, en *Comentarios...*, cit. (Tecnos), pp. 120 y ss.; BARONA VILAR, S., “Comentario al art. 12 LCGC”, en BERCOVITZ, R. (coord.), *Comentarios a la Ley de Condiciones Generales de la Contratación*, Aranzadi, Pamplona, 2000, pp. 445 y ss.

abstenerse de utilizarla en lo sucesivo”. A ello se refieren expresamente los arts. 12.2 y 20.1 LCGC. Realmente, la *eliminación* de la condición es un efecto inherente a la propia declaración de nulidad, sin que se precise del ejercicio de una acción concreta dirigida a conseguir la misma. Por el contrario, la condena a *abstenerse* de utilizar las condiciones nulas en lo sucesivo implica el ejercicio de una verdadera acción de cesación, destinada a evitar que el demandado incorpore esas cláusulas a los contratos que otorgue en el futuro, y ello porque serviría de muy poco la declaración de nulidad de determinadas condiciones generales de la contratación si las mismas vuelven a ser incorporadas por el predisponente en contratos futuros ⁽¹⁸⁾.

Desde el punto de vista sustantivo hay que poner de relieve que el objetivo fundamental perseguido por la LCGC controlando las condiciones generales, y las cláusulas abusivas en particular, es el de revisar el contenido de los contratos elaborados unilateralmente por una de las partes contratantes. El problema no es tanto que una de las partes ocupe una posición dominante o de cuasimonopolio en el mercado, sino más bien que una de las partes dicta unilateralmente unas reglas contractuales pretendiendo que sean aceptadas por la otra parte. Desde la perspectiva general de los principios y reglas que rigen en el Derecho de obligaciones y contratos, hay que tener especialmente presentes, como he destacado ya, los principios de buena fe y justo equilibrio de las prestaciones. Es indudable que las condiciones generales, o los contratos de adhesión particulares, limitan la autonomía de la voluntad, pero ello no es óbice para que se consideren ajustados a Derecho, de manera que sean vinculantes para el adherente al contrato. No obstante lo anterior, aparecen en la libertad contractual dos aspectos que es preciso diferenciar netamente y que pretende confundir la parte demandada: la libertad de celebrar o no el contrato (libertad de decisión), y la libertad de establecer unas u otras cláusulas (libertad de configuración). En los contratos con condiciones generales los principales problemas surgen de la exclusión por una de las partes contratantes de la libertad de configuración del contenido contractual ⁽¹⁹⁾.

(18) Así lo entienden CORDÓN MORENO, F., “Aspectos procesales de la regulación legal de las condiciones generales de la contratación”, *Act. Jur. Aranzadi*, 25 de junio de 1998, p. 15; y GARCÍA VILA, M., “El objeto del proceso en materia de consumidores y usuarios: pretensiones ejercitables y acumulación de acciones en la nueva LEC 1/2000”, en VV. AA., *Tutela de los consumidores...*, cit., p. 247.

(19) Cfr. ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Las condiciones generales de la contratación*, Civitas, Madrid, 1991, pp. 52 y ss., y 101 y ss.; MIQUEL GONZÁLEZ, J.M., “Reflexiones sobre las condiciones generales”, *Estudios Jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, IV, Civitas Madrid, 1996, p. 4946; Díez-PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, I, 4.^a ed., Civitas, Madrid, 1993, p. 352 y ss.

Como es sabido, la LCGC y la LGDCU establecen un doble control de las condiciones generales: un control de inclusión y un control de contenido. Lo que se ventila en la sentencia objeto de comentario es una cuestión referida al control del contenido, que no se puede entender adecuadamente si no es partiendo de que las condiciones generales no son una regla contractual producto de la autonomía de la voluntad de los contratantes. Como señala ALFARO, “las condiciones generales no pueden crear Derecho en el sentido que lo crea la autonomía privada o el legislador, es decir, su eficacia no es —ni puede ser— constitutiva sino meramente declarativa. Su carácter vinculante para el adherente deriva de su contenido, de forma que serán vinculantes aquellas condiciones generales que incorporen el contenido de regulación de una norma que pueda reclamar validez por sí misma de acuerdo con las fuentes ordinarias del Derecho: ley, costumbre y principios generales del Derecho... La adhesión no constituye consentimiento sino, simplemente y de acuerdo con la significación objetiva que cabe atribuirle a la luz de la ley y de la buena fe, autorización para formalizar reglas y principios legales”⁽²⁰⁾. MIQUEL añade que este valor declarativo significa que no crean la regla contractual, sino que “concretan, desarrollan o explicitan las normas que serían de aplicación por medio de la integración del contrato, esto es, la buena fe, el uso y la ley”⁽²¹⁾.

Esta idea del carácter declarativo de las condiciones generales choca con las ideas contractualistas clásicas (que son las que parece defender la Asociación Hipotecaria Española, y están presentes en la propia Contestación del Gobierno a la pregunta 8604 del senador Sr. Hurtado García), y desde luego protege en mayor medida los intereses de los consumidores y usuarios. Por ello no puede afirmarse que las condiciones generales vinculen por sí mismas, sino en tanto en cuanto sean conformes con las fuentes de integración del contrato (buena fe, uso y ley dispositiva). De esta manera, las condiciones generales que cumplan los requisitos legales pasan a integrar el contrato y a formar parte de él por decisión de la ley, lo que nada tiene que ver con la tesis contractualista conforme a la cual las condiciones generales valen como reglas acordadas o reglas directamente procedentes de la autonomía privada. El TS se inclinó inicialmente hacia las posturas contractualistas considerando que lo pactado en condiciones generales era vinculante porque ambas partes lo habían querido, como si la buena fe fuera algo completamente ajeno a la cuestión, y confun-

(20) Cfr. ALFARO, *Las condiciones...*, cit., pp. 101 y ss.

(21) Cfr. MIQUEL GONZÁLEZ, “Reflexiones...”, cit., p. 4950.

diendo en ocasiones la libertad de decisión con la libertad de configuración ⁽²²⁾; pero hace tiempo que rectificó este criterio por influencia evidente de la Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, incluso antes de su desarrollo legislativo ⁽²³⁾.

La sentencia objeto de comentario se enmarca en esta línea pues niega, frente a la argumentación de la entidad recurrente, que exista auténtica libertad de contratación, al afirmar que la lectura del modelo de minuta para préstamos hipotecarios pone de relieve que *se trata de una cláusula predispuesta unilateralmente por la entidad bancaria*, sin que el hecho de que en determinados supuestos dicha cláusula haya sido objeto de variación por las partes pueda llevar a la conclusión contraria, atendiendo a que pese al notorio volumen de contratación de estas características, realizado por la entidad demandada, se aportan únicamente por la misma testimonios notariales de dos escrituras de préstamos hipotecarios, en los que al determinar el tipo de interés aplicable no se establece el redondeo del índice de referencia pactado.

Aparte de lo anterior, en un intento de evitar la declaración del carácter abusivo de la cláusula, se viene a mantener por la entidad demandada que el redondeo se puede calcular de antemano, por lo que forma parte del precio, que como tal constituye un elemento esencial del contrato. De esta manera, la demandada argumenta que las normas protectoras de los consumidores en materia de condiciones generales no son aplicables a los elementos esenciales del contrato, por tratarse de una cuestión que debe quedar remitida a la libre autonomía de las partes y a las reglas del mercado, evitando un intervencionismo legal o judicial que pudiera entorpecer injustificadamente el juego de tales mecanismos. El razonamiento a nivel teórico es correcto, y ya había sido recogido, entre otras, por la SAP de La Coruña de 2 de mayo de 1996 ⁽²⁴⁾. Pero creo que la argumentación de la sentencia objeto del presente comentario es acertada en el

(22) Cfr. entre otras las SSTs de 31 de mayo de 1991 (RJ 3955), y de 22 de julio de 1992 (RJ 6449), llegándose en ocasiones a descartar el control de las condiciones generales de la LGDCU por entender que la cláusula era evitable al existir otras empresas del mismo tipo en la zona.

(23) A partir de la SSTs de 23 de julio de 1993 (RJ 6476) y 20 de julio de 1994 (RJ 6518).

(24) Ar. Civ. 862, donde se afirma: “La mejor doctrina considera igualmente excluidas del ámbito protector del art. 10.1 LGDCU, las cláusulas que regulan los elementos esenciales del contrato (*prestación y precio*), puesto que no son condiciones generales en sentido legal, ya que falta el requisito de la imposición pues, aun prerredactadas, han sido objeto de selección por los adherentes. En este sentido el Anteproyecto de Ley de Condiciones Generales de la Contratación de 1992, establece, en su exposición de motivos, la exclusión del ámbito de aplicación de la ley de las cláusulas sobre precios al estimar que «no hay razones para poner en entredicho el correcto funcionamiento de la autonomía privada».”

sentido de que la cláusula de redondeo por exceso no puede venir referida a un elemento esencial del contrato como es el precio de la operación, pues es evidente que su aplicación sólo puede ser eventual, ya que puede resultar innecesaria en el supuesto de que tal exceso no concurra. Ello justifica el control judicial del contenido de la cláusula de la que se discute su carácter abusivo ⁽²⁵⁾.

V. EL CARÁCTER ABUSIVO DE LA CLÁUSULA DEL REDONDEO AL ALZA

Por lo que se refiere a la regulación legal de las operaciones a tipo de interés variable hay numerosas disposiciones de rango inferior a la ley sobre la materia (emanadas fundamentalmente del Ministerio de Economía y Hacienda y del Banco de España), pero conviene no perder de vista el principio de jerarquía normativa, en especial la LGDCU y la LCGC. En los denominados contratos de préstamo a tipo de interés referenciado ⁽²⁶⁾, el prestatario conoce desde el momento inicial los mecanismos de variación del tipo de interés, ya que en el contrato figurarán tanto el índice al que se van a vincular las modificaciones, como el momento en que éstas van a tener lugar. El tipo de interés no permanece fijo, sino que puede variar cada cierto tiempo en función de las cláusulas preestablecidas en el momento de perfeccionarse el contrato. El tipo de interés variable será así el tipo de interés a aplicar en cada período de intereses (en que se divide el período de vigencia de un préstamo), cuya determinación tiene lugar mediante la adición de un margen o diferencial al valor que presente el tipo de referencia establecido en la fecha de revisión del tipo. Dado el carácter general de la norma 3.^a bis.d) del Anexo II, de la Orden del Ministerio de la Presidencia de 5 de mayo de 1994 (de transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios), cuando dice que el tipo de interés variable se puede expresar “de cualquier otro modo, siempre que resulte claro, concreto, comprensible por el prestatario y conforme a Derecho”, en la práctica se ha hecho habitual que el tipo de interés a aplicar a cada período se calcule mediante la adición de un margen o diferencial (*spreed*) expresado en puntos al valor que presente el tipo de referencia establecido en la fecha de revisión del tipo. Es decir, que para la determinación concreta del importe de un interés variable se debe atender a dos magnitudes: referencial y el denominado *spreed*, cuya suma

(25) Vid. PAGADOR LÓPEZ, J., *Condiciones generales y cláusulas generales predispuestas*, Pons, Madrid, pp. 113 y ss., y 277 y ss.; BALLESTEROS GARRIDO, J.A., *Las condiciones generales de la contratación y el principio de autonomía de la voluntad*, Bosch, Barcelona, 1999, pp. 97 y ss.

(26) Sigo en este punto a ORDÁS ALONSO, M., *Las deudas de intereses en las pólizas de crédito bancario*, Comares, Granada, 1999, pp. 218 y ss.

determina el porcentaje de remuneración del préstamo en el período de interés siguiente.

Se debe atender, por tanto, a varias magnitudes diferentes: interés inicial, período de interés, tipo nominal de interés, tipo de referencia, y margen o diferencial (*spread*). El interés inicial es el pactado en el momento de comenzar el contrato que se aplicará hasta que se modifique, por aplicación de los módulos establecidos, una vez finalizado el primer período de interés. Los períodos de interés son las fracciones temporales en que se divide el plazo de duración de un préstamo (trimestrales, semestrales, etc.), durante las cuales permanece invariable el tipo de interés establecido para ese período. Cada vez que finaliza un período puede variar el tipo para regir durante un nuevo período. El tipo de interés, o tipo nominal de interés, es el tipo que, aplicado al capital durante cada período de interés, da como resultado la cantidad de intereses que se obliga a pagar el prestatario. Cuando este tipo de interés es variable se calcula, aplicando a un índice base o tipo de referencia, un margen o diferencial. De esta manera, el tipo de referencia es el que sirve de base durante cada período de interés para hallar el tipo nominal de interés, mediante la adición de un margen o diferencial. Y este diferencial es un margen, expresado porcentualmente o por puntos, que, aplicado al tipo de referencia, nos da como resultado el tipo de interés nominal.

Como destaca ORDÁS ALONSO, la causa de que el crédito esté sometido a un tipo de interés variable se encuentra en el tipo de referencia. Ello es debido a que a lo largo de la vida del contrato este índice va a verse sometido a modificaciones en su valor que van a determinar las variaciones experimentadas por el tipo nominal de interés⁽²⁷⁾. Con relación a la sentencia objeto de comentario, de las anteriores magnitudes debe destacarse la problemática que plantea el tipo de referencia: la Orden de 5 de mayo de 1994 se refiere al deber de información del Notario en cuanto al alcance de la redacción del instrumento público en determinados aspectos. En concreto el art. 7.3.2.º c), referido a los préstamos a interés variable, señala que se debe advertir expresamente al prestatario cuando se dé, entre otras, la circunstancia de que “se hubieran establecido límites a la variación del tipo de interés. En particular, cuando las limitaciones no sean semejantes al alza y a la baja, el Notario consignará expresamente en la escritura esa circunstancia, advirtiéndolo de ello a ambas partes”. Pero frente a esta norma, y con independencia de que el Notario haya consignado en la escritura la circunstancia del redondeo exclusivamente al alza, no se puede eludir la posible aplicación de la normativa, con rango de ley, sobre protección de los consumidores y usuarios, y sobre condiciones generales de la contratación. Es

(27) Cfr. *Las deudas...*, cit., p. 229.

decir, el hecho de que el Notario haya cumplido con el deber de información que recoge la Orden de 5 de mayo de 1994 no blindo la cláusula del redondeo exclusivamente al alza hasta el punto de impedir que una sentencia se pronuncie sobre el carácter abusivo de la misma.

Sobre la base de lo establecido en el art. 10.1.c) (apartados 1.º, 3.º y 4.º), en su redacción originaria, y 10 bis.1 de la LGDCU, la doctrina se ha referido en numerosas ocasiones a la necesidad de que el tipo de referencia se vea modificado tanto al alza como a la baja, no admitiendo la validez de las cláusulas en virtud de las cuales dicho tipo sólo se vea modificado al alza, al igual que aquéllas en que se pacten, en perjuicio del prestatario, límites a la variación del tipo de interés a la baja estableciéndose un límite más amplio para la modificación al alza o ningún límite⁽²⁸⁾. El documento de la Asociación Hipotecaria Española alude, como principal argumento para defender el carácter no abusivo de la cláusula, a la aplicación de la Orden de 5 de mayo de 1994 citada. Por razones de espacio no voy a extenderme aquí en el problema de las delegaciones legislativas en cadena necesarias para la publicación de esta Orden y de la Circular del Banco de España de 22 de julio de 1994, que la desarrolla. Coincidiendo en este punto plenamente con la opinión conforme a la cual ni una ni otra cuentan con los apoyos legales necesarios para regular la contratación privada⁽²⁹⁾. Cuestión diferente es la de admitir o no que puedan tener alguna virtualidad en el ámbito jurídico privado, como servir de indicio a los Jueces para determinar la existencia de una condición abusiva. El art. 7.2.2.º c) parece que implícitamente está admitiendo la validez de las cláusulas en virtud de las cuales el tipo de referencia sólo se vea modificado al alza, pero esta posibilidad viene negada por normas de rango jerárquico superior, como la LCGC.

De hecho la propia Orden, en su Anexo II, norma 3 bis, 4, cuando se refiere al umbral mínimo de fluctuación y redondeos del tipo de interés aplicable, señala que “si se pactara el redondeo del tipo de interés, se indicarán, en fracciones de punto, los múltiplos a los que se efectuará (por ejemplo, redondeo al más cercano octavo de punto)”. Pero, como se ha destacado, la correcta

(28) Cfr. ÁVILA NAVARRO, P., *La hipoteca (Estudio registral de sus cláusulas)*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 1990, p. 110; GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A., “La protección de la clientela en el ordenamiento sectorial de la banca. Consideraciones en torno a la Orden Ministerial de 12 de diciembre de 1989 y la Circular 8/1990”, *RDBB*, n.º 46, 1992, p. 431; MURO VILLALÓN, J., “Hipoteca en garantía del interés. Los intereses variables. El llamado interés de demora”, en VV.AA., *Hipotecas y seguridad jurídica*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 1991, pp. 153 y ss.; ORDÁS ALONSO, *Las deudas...*, cit., pp. 233 y ss.

(29) Cfr. ORDÁS ALONSO, *Las deudas...*, cit., pp. 73 y ss., y nota 115; pp. 89 y ss.; pp. 213 y ss. y nota 402.

noción de redondeo a fracciones de punto exigiría que ésta fuese *la más próxima por exceso o por defecto*, aunque en la práctica bancaria el ajuste sólo se realiza al alza. De hecho el Servicio de Reclamaciones del Banco de España ha declarado que no se ajusta a los principios de buena fe y mutua confianza que deben presidir las relaciones entre las entidades de crédito y sus clientes, la actuación en virtud de la cual se ha estipulado que el tipo de referencia se redondeará en cada revisión al alza o a la baja, al cuarto de punto más cercano, pero se omite en la escritura cómo proceder en caso de equidistancia al cuarto de punto inferior y superior, aplicándose el criterio de redondear en este caso siempre al alza⁽³⁰⁾. Además de ello, y en contra del criterio defendido en el documento de la Asociación Hipotecaria Española, cuando afirma que la práctica del redondeo se ha generalizado precisamente para facilitar al consumidor el cálculo de sus cuotas de amortización, la mayor parte de los autores destacan que con los medios informáticos actualmente disponibles el redondeo carece de sentido en orden a facilitar los cálculos del tipo de interés aplicable⁽³¹⁾.

Centrar la cuestión del redondeo en el impacto financiero que tiene para la entidad bancaria y en la necesidad de respeto a la libre competencia, para pasar a decir que “el redondeo, cualquiera que sea su intervalo y orientación, forma parte del mecanismo de determinación del precio en los préstamos a interés variable”⁽³²⁾, es algo que nada tiene que ver con la consideración como abusiva de la cláusula de redondeo exclusivamente al alza. De alguna manera, la cuestión que se suscita en cuanto a considerar abusivo tal redondeo, recuerda a la jurisprudencia recaída en materia de cláusulas de estabilización de la renta de los arrendamientos urbanos tras la LAU de 1964. El TS no consideraba válido el establecimiento de un sistema que sólo previera el alza y no la baja de la renta por considerar que se rompía la proporcionalidad de las recíprocas prestaciones en perjuicio del arrendatario; pero sí admitía las cláusulas de estabilización de las rentas, de aumento o disminución, según la variación de determinados índices, como el coste de la vida o el índice de precios al consumo.

Por otro lado, la cláusula de redondeo exclusivamente al alza recuerda igualmente a la de considerar el año de 360 días a efectos del cálculo del tipo

(30) Cfr. *Memoria del Servicio de Reclamaciones del Banco de España*, 1997, p. 44: reclamación n.º 2534/1996, contra Caja Madrid; y ORDÁS ALONSO, *Las deudas...*, cit., p. 236.

(31) Cfr. LÓPEZ ANTÓN, F., *Créditos a interés variable. Su régimen jurídico*, Montecorvo, Madrid, 1985, p. 238; ALMOGUERA GÓMEZ, A., “Los préstamos a interés variable. Sistemática y modalidades”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 54/1996, p. 40, y “Reflexiones sobre la protección del prestatario hipotecario”, en VV. AA., *Crédito al consumo y transparencia bancaria*, Civitas, Madrid, 1998, p. 734; ORDÁS, *Las deudas...*, cit., p. 236, nota 441.

(32) Así en las *Conclusiones* del documento de la AHE.

de interés en las operaciones de activo y de 365 días cuando son de pasivo. La diferencia entre emplear uno u otro período de tiempo supone para el consumidor un encarecimiento de los intereses por su crédito entre un 1,39% en los años normales, y un 1,67% en los bisiestos. Como se ha señalado, una gran parte de las condiciones abusivas que actualmente se practican en el sector bancario tienen su origen en los usos que en un tiempo tuvieron justificación, pero que en la actualidad no tienen la más mínima base jurídica o técnica. El caso del cómputo del año comercial de 360 días pudo tener su razón de ser cuando no existían ordenadores ni calculadoras para simplificar las operaciones; pero actualmente las facilidades que aportan estas máquinas para el cálculo de intereses no justifican que se siga este uso bancario para las operaciones de préstamo⁽³³⁾.

VI. EL PROBLEMA DE LA EJECUCIÓN PROVISIONAL DE LA SENTENCIA

La doctrina ha venido destacando que, tratándose de una acción colectiva, no tiene mucho sentido que el art. 12.2 LCGC disponga que, declarada judicialmente la cesación, el actor pueda solicitar del demandado la devolución de las cantidades cobradas en su caso, con ocasión de cláusulas nulas, así como solicitar una indemnización por los daños y perjuicios causados; y que, en caso de no avenirse a tal solicitud, pueda hacerse efectiva en trámite de ejecución de sentencia. Y ello hasta el punto de que algunos autores han defendido que estas pretensiones de condena a obligaciones dinerarias deben entenderse excluidas de la legitimación que la LGDCU atribuye a las asociaciones de consumidores y usuarios⁽³⁴⁾.

Tras la sentencia en primera instancia, AUSBANC solicitó la ejecución provisional de la misma por entender que, en caso contrario, la Caja demandada

(33) Cfr. MÚRTULA LAFUENTE, V., *La prestación de intereses*, McGraw-Hill, Madrid, 1999, pp. 339 y ss. Vid. además JUNYENT, J., *Usos y abusos de la Banca Española*, Pirámide, Madrid, 1989, pp. 48 y ss.; ROBLES, J.F., *Prácticas incorrectas y condiciones abusivas en las operaciones bancarias*, 2.ª ed., Instituto Superior de Técnicas y Prácticas Bancarias, Madrid, 1995, pp. 59 y ss. Sobre esta cláusula concreta se pronunció la STS de 4 de octubre de 1994 (RJ 7451), condenando a una entidad bancaria por cobro indebido de intereses en relación con unos contratos de crédito en cuenta corriente por haber computado el año comercial de 360 días. Igualmente se proscribió su utilización en la Ley 39/2002, de 28 de octubre.

(34) Cfr. MONTERO AROCA, J., *La legitimación en el proceso civil: intento de aclarar un concepto que resulta más confuso cuanto más se escribe sobre él*, Civitas, Madrid, 1994, p. 67. Vid. más ampliamente la crítica de PAGADOR LÓPEZ, *Condiciones generales...*, cit., pp. 588 y ss., y 670 y ss.

seguiría aplicando durante años a todos sus prestatarios el redondeo al alza, dificultando enormemente *a posteriori* la ejecución del fallo judicial. La acción ejecutiva se basa en lo previsto en los arts. 524.2, 526 y 527.3, en relación con los arts. 699 y 700 LEC, y en ella se solicita del Juzgado que ordene a la entidad de ahorros demandada: a) eliminar, en un plazo que se estima como razonable de 30 días, la condición general de la contratación incluida en los contratos de préstamo hipotecario a tipo de interés variable suscritos por Caja Madrid que establecen un redondeo por exceso del tipo de interés resultante de la aplicación del índice de referencia; b) reintegrar, en el mismo plazo de 30 días, a los prestatarios a quienes se haya aplicado la condición general declarada nula las cantidades indebidamente cobradas por aplicación de dicha cláusula, así como que se declare la obligación de la ejecutada de indemnizar los daños y perjuicios causados a los prestatarios; c) abstenerse de utilizar en lo sucesivo la condición general declarada nula; d) el pago de las costas que se devenguen durante la ejecución.

El problema principal se plantea en cuanto a la ejecución provisional de la sentencia por parte de la asociación demandante. La Disposición Transitoria de la LEC es muy clara en este punto cuando señala que “los procesos de declaración que se encontraren en primera instancia al tiempo de la entrada en vigor de la presente Ley se continuarán sustanciando, hasta que recaiga sentencia en dicha instancia, conforme a la legislación procesal anterior. En cuanto a la apelación, la segunda instancia, *la ejecución, también la provisional*, y los recursos extraordinarios, *serán aplicables las disposiciones de la presente Ley*”. Conforme a la nueva Ley rituarial sólo son provisionalmente ejecutables las sentencias declarativas de condena, y no las meramente declarativas ni las constitutivas, pues tampoco son susceptibles de ejecución definitiva (art. 521)⁽³⁵⁾. Lógicamente en este punto no prospera la oposición planteada por la entidad ejecutada al considerar que la sentencia a cuya ejecución se opone no contiene pronunciamiento de condena a favor del solicitante. Y ello porque claramente se establecen dos pronunciamientos respecto de los cuales se accede a lo solicitado: la eliminación de la condición general de la contratación, cuya nulidad se declara, incluida en los contratos de préstamo hipotecario a tipo de interés variable ya suscritos; y la abstención de utilizar dicha condición general de contratación en los contratos de préstamo hipotecario, a interés variable, que se realicen en un futuro por la entidad ejecutada.

Con anterioridad a la Ley 1/2000, y por lo que se refiere al contenido y efectos de la sentencia recaída en los procesos promovidos por asociaciones de

(35) Cfr. TORIBIOS-VELLOSO, *Manual...*, cit., p. 359.

consumidores y usuarios, la doctrina venía considerando necesario extender su eficacia respecto a toda la colectividad interesada, aunque no existía unanimidad a la hora de concretar los efectos de la sentencia⁽³⁶⁾. La cuestión viene ahora resuelta por el art. 221 LEC. Sin embargo, como se plantea en el Auto de 20 de diciembre de 2001, el conflicto surge con la aplicación de dicho art. 221, ya que el procedimiento que dio origen a la sentencia se inició con anterioridad a la entrada en vigor de la LEC. Ocurre entonces que estamos ante una sentencia dictada en un proceso promovido por una asociación de consumidores y usuarios, y el pronunciamiento cuya ejecución se pretende no puede entenderse que sea un pronunciamiento de condena a favor de tal asociación, pues a quien favorece es a aquellos prestatarios que suscribieron con Caja Madrid préstamos hipotecarios a interés variable, en los que se incluía la condición general de la contratación declarada nula. Por tanto son, en su caso, dichos interesados los que deben solicitar un pronunciamiento favorable a las pretensiones ejercitadas por la asociación demandante, lo que determina que conforme a lo establecido en el art. 530.1 LEC no procede proseguir dicha ejecución provisional. La cuestión no debió pasar desapercibida para AUSBANC, cuando en el mismo n.º 53/2001 de la revista *Justicia y Derecho* facilita a sus asociados una Carta tipo para solicitar a Caja Madrid el reintegro de las cantidades indebidamente cobradas (incluyendo otra Carta tipo, destinada a otras entidades).

Lo que sucede aquí es que el art. 221 LEC puede resultar difícilmente aplicable por haberse iniciado el proceso con arreglo a la legislación anterior. Según el art. 221.2.ª, “si, como presupuesto de la condena o como pronunciamiento principal o único, se declarara ilícita o no conforme a la ley una determinada actividad o conducta, la sentencia determinará si, conforme a la legislación de protección a los consumidores y usuarios, la declaración ha surtir efectos procesales no limitados a quienes hayan sido partes en el proceso correspondiente”. Aunque la alusión a la declaración de ilicitud de una actividad o conducta hace pensar en las acciones colectivas en materia de competencia desleal y publicidad ilícita, no parecen existir problemas para aplicar la misma regla a las acciones ejercitadas en materia de condiciones generales de la con-

(36) Cfr. GUTIÉRREZ DE CAVIEDES HIDALGO DE CAVIEDES, P., *La tutela jurisdiccional de los intereses supraindividuales: colectivos y difusos*, Aranzadi, Pamplona, 1999, pp. 473 y ss.; TAPIA FERNÁNDEZ, I., “Comentario al art. 221”, VV.AA., *Comentarios a la nueva LEC*, (Coord. CORDÓN MORENO, F. y otros), I, Aranzadi, Pamplona, 2001, pp. 806 y ss.

tratación⁽³⁷⁾. El problema se proyecta sobre las normas de la LEC relativas a la ejecución, dado que el art. 519 LEC se refiere al supuesto de no determinación en la sentencia de los consumidores y usuarios beneficiados por la condena del demandado. Así, la remisión que este precepto hace al art. 221.1.^a LEC, parece que debe entenderse referida sólo a su segundo párrafo, según el cual “*cuando la determinación individual no sea posible, la sentencia establecerá los datos, características y requisitos necesarios para poder exigir el pago y, en su caso, instar la ejecución o intervenir en ella, si la instara la asociación demandante*”⁽³⁸⁾. Realmente el problema del art. 519 LEC es que no ha establecido con claridad si se ofrece o no a cada consumidor y usuario la posibilidad de beneficiarse de los efectos de cosa juzgada, y la de solicitar la ejecución de la sentencia estimatoria de la acción entablada por la asociación. Lo que dicho precepto sí permite es que la ejecución de los pronunciamientos de condena sea instada por los consumidores y usuarios a los que represente la asociación. Para ello se refiere a un incidente de naturaleza declarativa que parece servir para crear un nuevo título ejecutivo⁽³⁹⁾. En todo caso, parece que la posible aplicación del art. 519 LEC encontraría en este caso serios problemas de Derecho transitorio, al haberse incoado el proceso con anterioridad a la entrada en vigor de la LEC. Señala al respecto PARDO IRANZO que el precepto contiene un incidente previo a la ejecución cuya única finalidad es, por un lado, individualizar a los beneficiarios de la condena y, por otro, fijar la cuantía en la que cada uno de ellos puede solicitar la ejecución; mientras que conforme a la LEC derogada no era posible ni solicitar en este concreto caso la condena a una cantidad genérica en concepto de daños y perjuicios, ni dejar indeterminados en la sentencia a los sujetos beneficiarios de la condena⁽⁴⁰⁾. No obstante, en un futuro próximo son

(37) Para GARNICA MARTÍN, J.F., “Comentario al art. 221”, en FERNÁNDEZ-BALLESTEROS (Coord.) y otros, *Comentarios a la Nueva LEC*, I, Iurgium-Atelier, Barcelona, 2000, p. 860, el art. 221.2.^a LEC parece contemplar, sin ningún género de duda, los procesos que tienen por objeto una acción de grupo de las establecidas en la LCGC.

(38) Cfr. TORRES FERNÁNDEZ DE SEVILLA, J.M., “Comentario al art. 519”, en *Los Procesos Civiles*, GARBERÍ LLOBREGAT, J. (Dir.), 4, Bosch, Barcelona, 2001, pp. 192 y ss.; REBOLLEDO VARELA, A., “Comentario al art. 20 LCGC”, en *Comentarios a la Ley...* (Aranzadi), cit., pp. 577 y ss.; CALDERÓN CUADRADO, P. y ANDRÉS CIURANA, B., La sentencia dictada en procesos promovidos por asociaciones de consumidores y usuarios”, en VV. AA. *Tutela de los consumidores...*, cit., pp. 324 y ss.

(39) Así lo entiende SABATER MARTÍN, A., “Comentario al art. 519”, en FERNÁNDEZ-BALLESTEROS (Coord.) y otros, *Comentarios a la Nueva LEC*, cit., II, pp. 2495 y ss.

(40) Cfr. PARDO IRANZO, V., “Acción ejecutiva de consumidores y usuarios fundada en sentencia de condena sin determinación individual de los beneficiarios”, en VV. AA., *Tutela de los consumidores...*, cit., pp. 385 y ss.

previsibles otros pronunciamientos jurisprudenciales, dado que AUSBANC ha demandado (ahora tras la entrada en vigor de la LEC) a otros cinco Bancos por redondeo ilegal al alza en las hipotecas ⁽⁴¹⁾. Ello servirá para apreciar el juego de los arts. 221 y 519, cuya aplicación ya no será posible eludir.

En cuanto a las reglas de la ejecución provisional propiamente dichas de la LEC parece que deben hacerse algunas consideraciones relacionadas con el litigio objeto de comentario. Por lo que se refiere a las causas de oposición a tal ejecución en los casos en que la sentencia fuese de condena no dineraria (en este caso, abstenerse de utilizar la condición general cuya nulidad se ha declarado), el art. 528.2.2.^a LEC se refiere a “resultar imposible o de extrema dificultad, atendida la naturaleza de las actuaciones ejecutivas, restaurar la situación anterior a la ejecución provisional o compensar económicamente al ejecutado mediante el resarcimiento de los daños y perjuicios que se le causaren, si aquella sentencia fuese revocada”. Esta imposibilidad o extrema dificultad se refiere a dos cuestiones diferentes: por un lado, *restaurar la situación anterior*; y por otro, *compensar económicamente al ejecutado*. La compensación económica al ejecutado siempre es posible, sin que la ley se preocupe de la solvencia del ejecutante, por lo que en la práctica lo que verdaderamente debe ser imposible es volver las cosas a su estado inicial ⁽⁴²⁾. En este caso, aunque me parece discutible, se considera que la ejecución provisional causaría en el ejecutado un perjuicio diferente del que se produciría por la simple realización de la prestación debida (o del equivalente económico en caso de devolución de las cantidades afectadas por el redondeo exclusivamente al alza). La cuestión no deja de ser paradójica pues se considera que, de obligar a la entidad ejecutada a suscribir contratos de préstamo hipotecario a interés variable, sin incluir la condición general declarada nula, resultaría imposible restaurar la situación anterior a la ejecución provisional en caso de que la sentencia fuera revocada. Y ello porque sería preciso obligar a los sujetos que hubieran suscrito los nuevos contratos de préstamo a emitir su consentimiento contractual para la inclusión en los mismos y con carácter retroactivo, a la fecha de celebración del contrato, de la condición general no aplicada. Esta cuestión, junto a la dificultad para calcular el montante de la indemnización de daños y perjuicios, hace que en el auto se considere procedente dejar en suspenso la ejecución.

(41) Así se anuncia en *Mercado de Dinero*, n.º 48, febrero de 2002, en portada y p. 9.

(42) Cfr. DAMIÁN MORENO, J., “Comentario a los arts. 538-531”, en *Comentarios a la nueva Ley de Enjuiciamiento civil*, Lex Nova, Valladolid, 2000, pp. 2510 y ss.; DÍEZ-PICAZO GIMÉNEZ, I., “Comentario al art. 528”, en DE LA OLIVA y otros, *Comentarios a la Ley de Enjuiciamiento civil*, Civitas, Madrid, 2001, p. 913.

Realmente con estos argumentos se pueden dejar en suspenso la práctica totalidad de las ejecuciones provisionales que se soliciten, lo cual choca con el criterio recogido en el art. 526 LEC de facilitarlas, sin simultánea prestación de caución. Por otro lado, me parece equivocado pensar que la hipotética revocación de la resolución provisionalmente ejecutada, en cuanto a la condena de abstenerse de utilizar la cláusula declarada nula, conllevaría obligar a los sujetos que hubieran suscrito los nuevos contratos de préstamo a emitir de nuevo el consentimiento contractual para incluir la cláusula de redondeo al alza, nada menos que con efecto retroactivo. Tal revocación podría dar lugar a indemnizar daños y perjuicios; pero parecen bastante difíciles de probar, sobre todo porque las condiciones generales de los nuevos contratos de préstamo que ofrecería la entidad demandada, sin duda no se limitarían a suprimir dicha cláusula, sino a una refacción de las mismas.

Para finalizar, creo que pueden hacerse algunas consideraciones en torno a la Pregunta 8604 del Senador Sr. Hurtado García “sobre si el Ministerio de Hacienda ha adoptado alguna medida para que no se lleve a cabo el redondeo al alza de los préstamos hipotecarios”. Personalmente no creo que toda cláusula declarada abusiva por los tribunales merezca un tratamiento legislativo individualizado. Entiendo que basta con la regulación de la LGDCU y la prevista en la normativa sobre condiciones generales de la contratación, por lo que la Contestación del Gobierno, cuando menos, debería haber aludido a la Ley 7/1998, de 13 de abril. En cualquier caso, dicha Contestación provoca cierto sonrojo al afirmar literalmente: “El redondeo, como tal, no está regulado en el ordenamiento jurídico español, ni en lo que se refiere a los intervalos, ni a los criterios que se empleen, *dejándose tales aspectos a la libre autonomía de la voluntad*”. Afirmar a estas alturas que las partes contratantes (usuario y entidad de crédito) están en igualdad de condiciones en cuanto al contenido del contrato supone un auténtico desconocimiento de la realidad. Y más cuando se concluye diciendo: “A la vista de lo expuesto, el Gobierno está estudiando la posibilidad de mejorar la regulación vigente en materia de redondeo en los préstamos hipotecarios, si bien la sentencia aludida debe ser tomada con cautela ya que ni es firme ni crea jurisprudencia”. Más que “estudiar la posibilidad”, convendría recordar al Secretario de Estado de Relaciones con las Cortes que lo que ya había hecho el Gobierno era presentar el Proyecto de Ley de 16 de noviembre de 2001, convertido en la actual Ley 39/2002, en la que se modifica la Ley 7/1995, de 23 de marzo, de Crédito al Consumo, en cuanto a la Tasa Anual Equivalente, añadiendo dos párrafos al art. 18 y una Disposición Adicional Única. Para ello se añade un “Anexo” sobre el cálculo de la TAE, al que se adicionan unas *observaciones* y unos *ejemplos de cálculo* en que se lee literalmente: “Se aplicará la siguiente norma para el redondeo de una cifra determinada: si la cifra que figura en el

lugar decimal siguiente a la cifra decimal determinada es superior o igual a 5, la cantidad de cifra decimal determinada *se redondeará a la cifra superior, en otro caso se redondeará a la cifra inferior*". Con mayor rigor, ante una nueva Pregunta parlamentaria sobre la materia, el Ministro de Economía, Sr. Rato y Figaredo, anuncia una modificación de la Orden del Ministerio de la Presidencia de 5 de mayo de 1994, de transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios, para mayor equilibrio y seguridad de los usuarios ⁽⁴³⁾.

(43) BOCG, VII Legislativa, Serie I, Boletín General, n.º 388, de 18 de marzo de 2002, p. 5; y respuesta en Diario de Sesiones del Senado, VII Legislatura, n.º 82, Sesión del Pleno de 20 de marzo de 2002, pp. 4794-4796.

NOTICIAS

1. LOS TRABAJOS DE LA COMISIÓN EUROPEA, “SOLVENCIA I” Y “SOLVENCIA II”, EN MATERIA DE ENTIDADES ASEGURADORAS

I. El “Paquete de Solvencia I”

El DOCE n.º L 077 de 20 de marzo de 2002 ha publicado las Directivas 2002/12/CE y 2002/13/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de marzo de 2002, que modifican las Directivas 79/267/CEE y 79/239/CEE en lo que respecta a los requisitos del margen de solvencia de las empresas de seguros de vida y de seguros distintos del seguro de vida, respectivamente. Estas normas contienen las anunciadas medidas de actualización del margen de solvencia, denominadas por la Comisión Europea como “*paquete de Solvencia I*”.

1. Antecedentes de las Directivas 2002/12/CE y 2002/13/CE del Parlamento Europeo y del Consejo

Conforme al actual sistema de supervisión prudencial de las entidades aseguradoras, en orden a la protección de los asegurados, tomadores y beneficiarios de seguros, se considera importante que dichas entidades mantengan, además de las provisiones técnicas, un margen de solvencia que actúe como amortiguador frente a fluctuaciones adversas de su actividad. La solidez financiera de las entidades aseguradoras debe garantizarse con estos recursos adicionales, que les permitan ser capaces de cumplir con sus compromisos en caso de situaciones imprevistas o de condiciones desfavorables de los procesos de inversión.

Las legislaciones de los países comunitarios que regulan este requisito financiero son fruto de la incorporación de las Directivas 79/267/CEE y 79/239/CEE, no habiéndose producido desde entonces ninguna revisión sustancial a nivel comunitario de la estructura del margen de solvencia establecida en estas Directivas. La antigüedad de la normativa sobre margen de solvencia, y su importancia como garantía de la solvencia de las aseguradoras y consiguientemente de protección de los asegurados, planteó la necesidad de una revisión y modernización de la regulación existente. En los trabajos preparatorios de las Terceras Directivas de seguros no se afrontó semejante tarea para no retrasar la entrada en vigor del “pasaporte comunitario”; pero considerando más que posible la necesidad de introducir ciertas modificaciones en la regulación de esta condición de ejercicio de la actividad aseguradora, se dispuso en los artículos 26 de la Directiva 92/96/CEE y 25 de la Directiva 92/49/CEE que la Comisión

presentase un Informe al Comité de Seguros sobre la necesidad de una armonización ulterior del margen de solvencia.

Conforme a las recomendaciones del “*Informe Müller*” (Informe sobre solvencia de las empresas de seguros, preparado por la Conferencia de autoridades de supervisión de seguros de los Estados miembros de la UE bajo la presidencia del Dr. Müller, aprobado en abril de 1997), la Comisión Europea concluyó que la estructura del margen de solvencia había resultado satisfactoria, basándose en principios adecuados y dotados de gran transparencia, no existiendo razones que apuntaran a la superioridad de otros sistemas. No obstante, la Comisión en su informe hizo referencia a que existían posibilidades de mejorar este sistema de control de solvencia financiera, al observarse ciertas deficiencias del mismo (COM/97/0398 final*/ de fecha 24 de julio de 1997). En consecuencia, finalmente se elaboraron las Directivas de las que damos noticia. Estas Directivas son disposiciones de mínimos y aclaran, simplifican y actualizan la regulación contenida en las Primeras Directivas, introduciendo nuevos preceptos en su articulado o modificando los ya existentes. Sus disposiciones se dirigen sobre todo a una mejora cuantitativa del margen de solvencia, realizando modificaciones puntuales en sus métodos de cálculo, aumentando las cuantías del fondo de garantía y de los umbrales de primas y siniestros, y reforzando asimismo las facultades de supervisión de las autoridades de control. Las nuevas Directivas también han agrupado las partidas aptas para la cobertura del margen de solvencia y del fondo de garantía, y restringen o eliminan la consideración de algunos elementos admisibles hasta ahora. Por otro lado y de cara al futuro, se espera que en los trabajos de “*Solvencia II*” de la Comisión Europea —realizados en el contexto de una revisión general de la solvencia de las entidades aseguradoras—, se retome la revisión de los activos que lo componen y la posibilidad de introducir otras mejoras de tipo cualitativo.

2. Modificaciones introducidas en las Primeras Directivas de seguros respecto del margen de solvencia

En primer lugar, las dudas acerca del carácter estricto o mínimo de las normas referentes al margen de solvencia se solventan con la aclaración contenida en el Considerando 14 de las Directivas 2002/12/CE y 2002/13/CE, donde se reconoce a los Estados miembros la posibilidad de establecer normas más severas para las empresas domiciliadas en su territorio, atendiendo, así, a peculiares exigencias del mercado nacional. Sin embargo, debería tenerse en cuenta lo manifestado por el Comité Económico y Social (Dictamen sobre las Propuestas de Directivas de 25 de abril del 2001, pub. DOCE n.º C 193 de 10 de julio de 2001), en el sentido de que el requerimiento de sumas más elevadas aumentaría el coste de los fondos propios de la empresa y podría reducir su rentabilidad. Desde el punto de vista de la UE, esto provocaría una distorsión de la compe-

tencia contraria al principio de igualdad de mercado único; cuestión que, en todo caso, ya ha sido valorada por el legislador comunitario que ha preferido, no obstante, promulgar estas Directivas de mínimos, sin perjuicio de una ulterior armonización más intensa. En cambio, desde el punto de vista del mercado español, el legislador debería tener en cuenta la efectiva necesidad de un margen de solvencia más oneroso del que se contempla en las Directivas, ya que tal exigencia, de no justificarse plenamente en la necesaria protección de los asegurados, implicaría que las aseguradoras españolas desarrollasen su actividad en desigualdad de condiciones con respecto a entidades domiciliadas en otros Estados miembros —a las que ya no se exige un capital o fondo mutual mínimo—, de modo innecesario.

Las Directivas 2002/12/CE y 2002/13/CE han modificado el ámbito de aplicación de las Primeras Directivas de seguros respecto de la cuantía anual de primas recaudadas, que exceptúa a las mutuas de la aplicación de sus normas. Esta suma se ha aumentado y unificado para el ramo de vida y ramos distintos del seguro de vida, de forma que las mutuas que registren un importe anual de cotizaciones inferior a 5 millones de euros no están obligadas a cumplir, entre otros, con el margen de solvencia obligatorio. Estas entidades no tendrán por tanto una autorización administrativa única, al presumirse que dadas sus características poseen una vocación local o regional. Sin embargo, a modo de complemento, se prevé la posibilidad de que las mutuas puedan acogerse a este régimen de actuación transnacional, siempre y cuando cumplan con el margen de solvencia, a la vez que se reconocen los derechos adquiridos de aquellas que vienen operando de conformidad con las disposiciones de la legislación comunitaria, aunque se encuentren por debajo del nuevo límite contemplado.

Las dos nuevas Directivas hacen referencia a margen de solvencia disponible y margen de solvencia obligatorio. En las Propuestas presentadas por la Comisión (pub. DOCE n.º C 096 E de 27 de marzo de 2001) se empleaba el término margen de solvencia registrado, en vez de disponible. Fue en la redacción final de las Directivas donde se produjo esta sustitución terminológica, pero lo importante a destacar es que en el texto de las Directivas no se incluye un artículo o Considerando destinado a definir esos términos, los cuales, sin embargo, son utilizados de forma diferenciada en su articulado. Así las cosas, se ha de recurrir a las definiciones formuladas por la Comisión en su Exposición de Motivos a la Propuesta de modificación de la Directiva 73/239/CEE (COM/2000/063 final-COD/2000/0251), efectuando la debida sustitución del término *registrado* por *disponible*. Así en la interpretación de las nuevas Directivas que aquí comentamos, por margen de solvencia obligatorio (MSO) se entiende “*el capital mínimo obligatorio que debe tener una aseguradora para suscribir las operaciones de seguros para las que ha sido autorizada*”, mien-

tras que el margen de solvencia disponible (MSD) “*representa las partidas de capital que pueden utilizarse para cubrir el margen de solvencia obligatorio*”.

Las Directivas 2002/12/CE y 2002/13/CE han dado nueva redacción a los artículos 18 y 16 de las Primeras Directivas que regulan, respectivamente, el conjunto de partidas que integran el MSD de las entidades de seguros de vida y de seguros distintos del seguro de vida. Al igual que con las provisiones técnicas, se ha cuidado de señalar expresamente en estos preceptos que los Estados miembros obligarán a las aseguradoras con sede social en su territorio a “*mantener en todo momento*”, y no sólo en la fecha del último balance, un MSD “*suficiente*” con respecto al conjunto de sus actividades. Los elementos constitutivos de éste se han agrupado en tres grupos, a saber: las partidas incluidas en los apartados 2 de ambos preceptos, que se considera que tienen un mayor grado de seguridad y por tanto son adecuadas para cubrir sin limitaciones el fondo de garantía; las comprendidas en los apartados 3, que son admitidas bajo determinados requisitos; y finalmente las del tercer grupo, que requieren de la previa autorización de la autoridad administrativa.

Las modificaciones más significativas resultantes de esta ordenación del contenido de los artículos 18 y 16 y de otras reformas cualitativas consisten en que:

- a) Los dividendos pagaderos y las pérdidas acumuladas se deducen del MSD.
- b) Las acciones propias están excluidas del MSD ya que se entiende que, en caso de quiebra de la entidad, su valor es probablemente nulo.
- c) En el artículo 16.2 de la Directiva 73/239/CEE se dispone que las empresas que reduzcan sus provisiones técnicas para siniestros teniendo en cuenta la rentabilidad de las inversiones reducirán su MSD en la diferencia entre las provisiones técnicas no descontadas o antes de las deducciones y las provisiones técnicas tras las deducciones. Con esta medida se trata de reforzar el MSD de las entidades de seguros que amparadas en el artículo 60.1.g), de la Directiva 91/674/CEE, efectúan una deducción en su provisión para siniestros según el producto de sus inversiones. Además, se consideró que éstas recibían un trato más favorable, a los fines del margen de solvencia, que las que no efectuaban tal descuento, buscándose con esta disposición una igualdad de trato para ambas (Exp. Mot. Prop. COM/2000/063 final-COD2000/0251).
- d) El capital social o fondo inicial no desembolsado computable se ha limitado al menor de entre el 50% del MSO y el 50% del MSD y, lo

que es más importante, en adelante sólo podrá integrar el MSD previa aprobación de las autoridades competentes.

- e) Las derramas de cuotas que las mutuas de seguros distintos del seguro de vida pueden exigir a sus miembros, se admiten hasta el 50% del MSD o del MSO, el que resulte menor. Además de esta precisión, la inclusión de estas partidas se somete ahora a la aprobación de la autoridad administrativa competente, dándose a ésta la posibilidad de evaluar la probabilidad real de que en caso de dificultad estas derramas de cuotas estén disponibles. En el mismo artículo 16.4.b) de la Primera Directiva, según la redacción dada por la Directiva 2002/13/CE, se dispone que *“las autoridades competentes establecerán directrices fijando las condiciones en las que podrán aceptarse las derramas”*, limitándose, así, la discrecionalidad de las autoridades administrativas. El Comité Económico y Social, en su dictamen sobre la Propuesta de Directiva de la Comisión —que no contemplaba esta última acotación—, señaló que la posibilidad de rechazar o admitir estas derramas en la constitución del margen de solvencia podría provocar un falseamiento de la competencia entre mutuas de diferentes Estados, según las autoridades nacionales fuesen más o menos partidarias de este tipo de empresas y de esta clase de financiación; razón por la cual se consideraba indispensable *“que la directiva delimite de manera muy precisa la libertad de decisión de las autoridades de control, definiendo las condiciones de autorización o de rechazo de la aceptación de derramas de cuotas”* (Dictamen del CES pub. DOCE n.º C 193 del 10/07/2001). La redacción final fue introducida posteriormente durante la 1.ª lectura del Parlamento Europeo (pub. DOCE C 65 E, 45.º año, 14/03/2002), mediante una modificación que parece no ser del todo fiel a las recomendaciones del Comité.
- f) Las empresas de seguros de vida podrán incluir en el MSD, en la medida en que la legislación nacional lo autorice, las reservas de beneficios que figuren en el balance cuando puedan ser utilizadas para cubrir cualquier pérdida y no estén destinadas a la participación de los asegurados.
- g) Hasta el 31 de diciembre del 2009, las entidades de seguros de vida podrán seguir contabilizando en el MSD el 50% de los beneficios futuros, hasta el 25% del MSD o, si es inferior, del MSO, y siempre que no superen la media anual de los últimos cinco años. Estos beneficios ya no serán calculados de forma retrospectiva, sino con una perspectiva no mayor de seis años. Para su inclusión en el MSD se

sigue requiriendo de una autorización administrativa, que, a partir de ahora, se concederá previa presentación de un informe actuarial que justifique la probabilidad de que se generen en un futuro y sin considerar las plusvalías latentes netas resultantes de la subestimación del activo.

Las reformas contenidas en estas Directivas —que son sobre todo de tipo cuantitativo— también introducen modificaciones puntuales y significativas en los métodos de cálculo del MSO y en el fondo de garantía. Se ha incorporado un artículo 16 bis en la Directiva 79/239/CEE que contiene la determinación del MSO, conforme al cual:

- Por un lado, los tramos o umbrales de aplicación de los porcentajes diferenciados para calcular el MSO se han visto aumentados a 50 millones de euros para su determinación según el monto de las primas brutas devengadas o primas brutas imputadas en el ejercicio, y 35 millones de euros si se calcula sobre la base de los siniestros.
- Por otro lado, se establece un MSO más alto para los ramos 11, 12 y 13 correspondientes a la responsabilidad civil marítima, aérea y general. Así, a efectos de su cálculo, las primas o cuotas percibidas por la explotación de estos ramos (si se determina el MSO tomando como base el importe anual de éstas) o la cuantía de los siniestros, provisiones y recobros (si el cálculo se realiza con referencia a la siniestralidad media registrada en estos ramos según los tres últimos ejercicios), deberán aumentarse en un 50%. Con esta reforma se ha intentado adecuar el MSO a la naturaleza de los riesgos específicos cubiertos por la entidad aseguradora, considerando que en estos tres ramos se presenta un índice de siniestralidad altamente volátil.
- Finalmente, la fórmula de cálculo del MSO basada en el monto de las primas o en el de los siniestros ha presentado deficiencias en el caso de empresas que reducen considerablemente su producción de seguros o empresas *run-off* que ya no celebran contratos. Para evitar que en estos casos el MSO pueda llegar a ser igual a cero, con un detrimento de las garantías de los asegurados, el artículo 16.5 bis de la Directiva 79/239/CEE dispone que cuando el margen de solvencia calculado sea inferior al del año anterior, la empresa deberá satisfacer un margen de solvencia basado en el del año anterior reducido de forma proporcional al volumen de las provisiones técnicas restantes. Con esta reducción progresiva del margen de solvencia conforme a la disminución experimentada por las provisiones técnicas se pretende evitar un rápido descenso de la solvencia de la entidad.

Otro gran bloque de reformas afecta a la constitución y al monto del fondo de garantía. En efecto, desde la entrada en vigor de estas Directivas sólo existen dos importes cuyas cuantías han sido incrementadas: 3 millones de euros para el ramo de vida y los ramos del 10 al 15 de seguros distintos del seguro de vida, y 2 millones de euros para los restantes ramos. De este modo se hace frente al aumento de los siniestros y gastos de administración registrada desde la promulgación de las primeras directivas. Estas cuantías del fondo de garantía y las de los tramos de aplicación de los porcentajes de primas y siniestros se indexarán automáticamente en función de las variaciones no inferiores al 5% que experimente el índice europeo de precios al consumo europeo referido a todos los Estados miembros, evitando, así, realizar nuevamente incrementos pronunciados. El fondo de garantía sólo podrá estar constituido por las partidas mencionadas en los apartados 2 y 3 de los artículos 18 y 16 de las Primeras Directivas. En el caso de los seguros distintos del seguro de vida, previa autorización de la autoridad competente, podrá integrarse también con las plusvalías latentes netas resultantes de la valoración de elementos del activo, en la medida en que no tengan un carácter excepcional. De este modo, se ha intentado configurar una garantía constituida por elementos de calidad superior, con lo que los beneficios futuros o la fracción no desembolsada del capital social no podrán seguir integrando el fondo de garantía.

Por último, se refuerzan las facultades de intervención de las autoridades competentes para el control de la solvencia financiera de las aseguradoras. Los artículos 24 bis y 20 bis introducidos en las Primeras Directivas contienen un mandato a los Estados miembros para que faculden a las autoridades competentes a intervenir en caso de que aprecien un deterioro de la situación financiera de la empresa y se encuentren amenazados los derechos de los asegurados, pudiendo exigir a la entidad un plan de recuperación financiera y un margen de solvencia más alto que el obligatorio, aun cuando el MSD no haya descendido por debajo de éste. En caso de requerirse este plan no se podrá emitir certificados de solvencia para ejercer actividad en otros Estados, con lo que se busca que la entidad no extienda sus problemas financieros.

El legislador comunitario ha considerado que, en tanto la inestabilidad creciente de los mercados financieros afecta al valor de los activos del MSD, los Estados miembros deberán facultar a las autoridades administrativas para que puedan revisar a la baja los elementos que lo constituyen, a fin de garantizar que el MSO se cumpla en todo momento. Así las cosas con la incorporación de estas Directivas, las autoridades administrativas podrán revisar los elementos del MSD, en particular cuando se haya producido un cambio significativo en el valor de mercado de éstos desde el fin del ejercicio anterior.

Las autoridades administrativas, igualmente, habrán de quedar facultadas para disminuir la reducción estándar del MSO según el porcentaje de riesgos

cedidos en reaseguro, prevista en los artículos 19 y 16 bis de las Primeras Directivas. La evolución del mercado, por lo que se refiere a la naturaleza de la cobertura de reaseguro, ha determinado que el reaseguro financiero, por ejemplo, pueda representar una transferencia del riesgo tan escasa que no justifica una normal reducción del MSO. Por este motivo, es deseable que la disminución en la calidad del contrato de reaseguro y la real transferencia del riesgo por reaseguro puedan ser valoradas por las autoridades competentes en el control de solvencia de la aseguradora contratante.

Las Directivas deberán incorporarse a más tardar el 20 de septiembre de 2003, disponiéndose un período transitorio de 5 años para que las entidades aseguradoras cumplan con los requisitos de solvencia. Este período podrá prorrogarse por dos años más, siempre que la entidad someta a aprobación de las autoridades competentes las medidas que proyecte adoptar para su cumplimiento.

II. Los trabajos de “Solvencia II” de la Comisión Europea

Al dar noticia de las Directivas 2002/12/CE y 2002/13/CE, resulta ineludible hacer referencia a los trabajos de “Solvencia II” de la Comisión Europea. Estos trabajos se proyectan —sin solución de continuidad— como una revisión fundamental de los métodos de análisis de la posición financiera global de las empresas de seguros y exigirán, sin duda, un replanteamiento sustancial de las legislaciones nacionales, de las labores de supervisión administrativa y de la actividad de las aseguradoras. En los artículos 3.4 de estas Directivas se dispone que el 1 de enero del 2007, a más tardar, la Comisión presente al Parlamento Europeo y al Consejo un Informe sobre su aplicación y, si fuera preciso, sobre la necesidad de una mayor armonización. De hecho, una revisión sustancial de la solvencia de las entidades aseguradoras y una posible ulterior armonización han sido anunciadas por la Comisión con motivo de la elaboración de estas Directivas.

Bajo la premisa de que si bien el margen de solvencia es un elemento importante para determinar la situación financiera global de las aseguradoras pero no es el único, se pretende abordar el estudio de los siguientes temas:

- la suficiencia de las provisiones técnicas;
- los riesgos de activo e inversión;
- la gestión de activo-pasivo;
- los acuerdos de reaseguro;
- las metodologías contables y actuariales;

- otras cuestiones de carácter no financiero igualmente importantes para la estabilidad de las aseguradoras, como la aplicación de criterios de gestión aptos y apropiados y el incremento de las facultades de supervisión de las autoridades competentes.

En estas futuras labores de la Comisión se analizará igualmente la situación de las empresas de seguros, ante la liberalización de las tarifas de primas; la introducción del euro; el incremento de las concentraciones empresariales y su influencia sobre las pequeñas empresas; el empleo de nuevos canales de distribución (como Internet); la probable reducción del rendimiento por inversiones (que tal vez lleve a regular las condiciones necesarias para un mejor resultado técnico); y la tendencia a la minimización de los capitales de libre disposición. Se considera que todos estos factores contribuyen a un progresivo aumento de la competencia en el sector y a una reducción de los medios financieros libres —entre otros, menor MSD— (vid. Exp. Mot. Prop. Com.); con lo que es razonable esperar que el Informe sobre la aplicación de las Directivas 2002/12/CE y 2002/13/CE concluya con la proyección de nuevas normas comunitarias sobre estos temas.

El Comité Económico y Social ha aconsejado que a esta agenda de trabajo de la Comisión se añadan otros asuntos, entre ellos un mayor análisis cualitativo del margen de solvencia —que ha quedado pendiente en la elaboración de estas Directivas— y la armonización de los mecanismos “colectivos” de asunción total o parcial de los compromisos contraídos con los asegurados en caso de liquidación de la entidad, actualmente regulados en algunos Estados miembros bajo la forma de fondos de garantía de los asegurados.

Lorena Ramírez Otero

2. PROYECTO DE LEY DE REFORMA DE LA LEY DE ORDENACIÓN DEL COMERCIO MINORISTA

El Gobierno presentó ante el Congreso de los Diputados el *Proyecto de Ley de reforma de la Ley 7/1996, de 15 de enero, de ordenación del comercio minorista para la transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva 97/7/CE, en materia de contratos a distancia y para la adaptación de la Ley a diversas Directivas comunitarias* (v. BOCG A-97-1, 14 de junio de 2002, p. 1 y ss.). La rúbrica del Proyecto es expresiva de su finalidad y de la incidencia que la reforma ha de tener en el Derecho positivo. Así, asistimos a un paso más en la armonización del Derecho contractual a los postulados que resultan de las distintas Directivas comunitarias que en los últimos años se han venido apro-

bando con incidencia en aspectos variados sobre la contratación mercantil. El cauce elegido para llevar a cabo esa incorporación es la Ley de Ordenación del Comercio Minorista (LOCM).

En la Exposición de Motivos se justifica la técnica legislativa utilizada. En primer lugar, el hecho de que Directivas variadas acaben siendo acogidas en el seno de una misma Ley se dice que obedece a razones de “*economía procedimental*”. Ahora bien, se matiza el alcance de esa incorporación en función de las distintas Directivas afectadas. De ahí que, en segundo lugar, se diga que con respecto a la *Directiva 97/7/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 1997, relativa a la protección de los consumidores en materia de contratos a distancia*, la novedad de la transposición es relativa. Lo es porque, ya cuando se adoptó la LOCM, se conocía el Proyecto de Directiva que en sus aspectos esenciales fue tenida en cuenta por el legislador español. Una vez que la Directiva fue aprobada, se quiere completar esa transposición y tomar en cuenta todas las previsiones comunitarias con incidencia en la contratación a distancia. Incidentalmente, ha de señalarse que, finalmente, se ha publicado la *Directiva 2002/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, y por la que se modifican la Directiva 90/619/CEE del Consejo y las Directivas 97/7/CE y 98/27/CE (DOCE L 271, de 9 de octubre de 2002)*, si bien la misma se refiere, precisamente, a los ámbitos excluidos de la regulación de consumidores “ordinarios”.

En tercer lugar, el impulso de armonización referido a la *Directiva 1999/44/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de mayo de 1999, sobre determinados aspectos de la venta y garantías de los bienes de consumo* y la *Directiva 2000/35/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio de 2000, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales*, parece tener en su incorporación a la LOCM un carácter simplemente inicial. La Exposición de Motivos advierte que el hecho de que ciertas disposiciones de la LOCM se modifiquen teniendo en cuenta aquellas Directivas no es sino un primer paso que no pretende “*sustituir la tarea global de transposición de ambas Directivas, que se llevará a cabo en su momento*”.

Por lo que se refiere a los cambios concretos, se inician por la sustitución del artículo 12 de la Ley, para su adaptación a la *Directiva 1999/44/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de mayo de 1999, sobre determinados aspectos de la venta y las garantías de los bienes de consumo*. El principio general pasa a ser el de responsabilidad del vendedor no ya por la calidad de los artículos, sino por la falta de conformidad de los mismos con el contrato de compraventa. Se echa en falta la extensión de los términos del precepto a las previsiones contenidas en el artículo 3 de la *Directiva 1999/44/CE*, acerca de

los derechos del consumidor, así como del artículo 5, que innovadoramente extiende el plazo de garantía hasta dos años después de la entrega del bien. Paradójicamente, se acaba de iniciar la tramitación de una Ley para transponer la citada Directiva, en paralelo a la que comentamos (ver Proyecto de Ley 121/000117, BOCG de 31 de octubre de 2002).

Por otro lado, la Directiva 2000/35/CE inspira la modificación del artículo 17 LOCM en materia de pagos a los proveedores, que atiende al supuesto de incorporación de cláusulas de reserva de dominio, así como el modo de determinar el tipo de interés aplicable a las demoras en el pago a proveedores.

Sin lugar a dudas, es el régimen de las ventas a distancia el que merece una mayor atención en el Proyecto de Ley que reseñamos, que lleva a cabo una modificación absoluta del Capítulo II de la LOCM. Incrementa de modo especial los deberes de información al consumidor, fijándose en las nuevas modalidades de contratación telefónica.

En el trámite de enmiendas se hace referencia a la Directiva 1999/44/CE y a la conveniencia de aprovechar la presente tramitación para incorporarla, aun cuando fuera parcialmente, por ejemplo en el aspecto relativo al plazo de la garantía (mínimo de dos años, según la Directiva de 1999) y que, en su momento, obligaría a modificar de nuevo el artículo 12 de la LOCM. Debemos esperar para comprobar si esa sensata propuesta es acogida o no en el texto que finalmente se adopte.

Por último, no podemos dejar de lamentar cómo, en el caso de todas las Directivas citadas en esta noticia, el plazo de transposición a instrumentos legales nacionales ha sido sobradamente excedido. Asimismo, es reprochable la dispersión normativa, recientemente visible en esta materia con la publicación de la Ley 39/2002, de 28 de octubre, que transpone diversas Directivas en el ámbito de los derechos de los consumidores (en particular, sobre la acción de cesación, la publicidad ilícita y el crédito al consumo).

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

3. PUBLICACIÓN DE LA MEMORIA DEL SERVICIO DE RECLAMACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA CORRESPONDIENTE A 2001

Se ha publicado por el Servicio de Reclamaciones del Banco de España su Memoria correspondiente al año 2001 (v. BANCO DE ESPAÑA. SERVICIOS JURÍDICOS, *Memoria del Servicio de Reclamaciones del Banco de España correspondiente al año 2001*, Madrid, 2002, 213 pp.). Una vez más, estamos

ante un documento imprescindible para analizar con rigor los problemas que se vienen produciendo en la relación entre las entidades de crédito y su clientela. El esquema de la Memoria es el mismo de años precedentes, si bien la edición que reseñamos se completa con cuadros que aportan datos adicionales a los hasta ahora conocidos y sistematizados.

La publicación de esta última Memoria invita al Servicio de Reclamaciones a esbozar una referencia histórica, dado que en este año ha cumplido quince años desde su constitución. La defensa de la clientela bancaria, que era un valor jurídico incipiente en la década de los ochenta, ha devenido en el momento actual en un interés legislativo de primer orden, tal y como advierte el preámbulo de la Memoria al hilo de la tramitación del Proyecto de Ley financiera, en el que la defensa de los intereses de los consumidores financieros (el cliente bancario, el tomador y el asegurado o, en fin, el inversor) se asume como un objetivo destacado.

La respuesta legislativa parece oportuna ante el crecimiento constante de las reclamaciones que refleja la Memoria. La causa de ese incremento no puede ser afirmada con fundamento. Tan difícil de probar resultará que lo que sucede es que las entidades incumplen en mayor medida sus deberes informativos, precontractuales o contractuales, como que lo que sucede es que entre los clientes se va extendiendo la costumbre de reclamar formalmente, de forma directa o a través de las asociaciones que han hecho de ello parte de su actividad. A esto último contribuye, sin duda, la ventaja que implican las nuevas tecnologías. Así, la Memoria se refiere al incremento de consultas al Servicio vía *internet* e informa de la puesta en marcha de la red FIN-NET [red transfronteriza de denuncias extrajudiciales en el ámbito de los servicios financieros en el espacio económico europeo; al respecto, v. SCHWIMANN, I., “FIN-NET, The European Consumer complaints network for financial services”, *Eurelia* 2 (2001-2002), p. 375 y ss.].

Alfonso Guilarte

4. EL PROYECTO DE LEY DE SOCIEDAD LIMITADA NUEVA EMPRESA

Desde la presentación por parte del Gobierno del Proyecto de Ley de la sociedad limitada nueva empresa (SLNE), se ha venido tramitando dicha iniciativa en lo que se atisba como una inminente aprobación (el Proyecto de Ley se publicó en el BOCG, n.º 98-1 de 14 de junio de 2002; puede consultarse para el seguimiento de la tramitación de dicho Proyecto www.congreso.es/cgi_bin/congreso/iniciativas/publicaciones).

La oportunidad de dicha reforma se trata de justificar en la Exposición de Motivos, en primer lugar poniéndola en relación con la corriente especialmente impulsada desde las instituciones comunitarias a favor de la mejora y simplificación de las condiciones necesarias para la creación de empresas y, en particular, la simplificación del propio Derecho de sociedades. Se busca hacer efectiva la fácil utilización por parte de los empresarios de formularios estándar y las nuevas tecnologías de la información. Esa finalidad es especialmente importante en todo lo relativo con la constitución, momento en el que adquiere una gran importancia lo que el propio Proyecto de Ley llama el documento único electrónico (DUE). Éste consiste en aquel documento *“en el que se incluyen todos los datos referentes a la sociedad nueva empresa que, de acuerdo con la legislación aplicable deben remitirse a los Registros Jurídicos y las Administraciones Públicas competentes para la constitución de la sociedad y para el cumplimiento de las obligaciones en materia tributaria y de seguridad social inherentes al inicio de su actividad”* (v. sobre el DUE la nueva Disposición Adicional Octava que se añade a la Ley 2/1995).

Mas si dejamos a un lado la clara inspiración de este nuevo tipo social como aquél destinado a asegurar su cuasi-inmediata constitución y a atenuar los efectos que ciertos trámites habituales en la creación de sociedades de capital pueden tener para tal fin, resulta difícil atisbar qué tipo de sociedad se está perfilando. Ciertamente estamos ante una nueva clase de sociedad limitada, y así se hace constar expresamente en el art. 130 LSRL al decir que estamos ante una *“especialidad de la sociedad limitada”*. Ahora bien, esa especialidad se basa sobre todo en normas imperativas y restrictivas, lo que probablemente se ha diseñado como un mecanismo compensatorio de las facilidades planteadas para la constitución.

Así, la SLNE (denominación y abreviatura que quedan legalmente reservadas) tiene que respetar lo dispuesto en materia de objeto social (art. 132 LSRL) y en cuanto al número máximo de cinco socios (art. 133 LSRL), sin que se admita la unipersonalidad allí donde el socio único ya lo sea de otra sociedad de la misma especie. Los socios han de ser personas físicas, hasta el punto de que si llegara una persona jurídica a ser titular de participaciones, habrá de enajenarlas en un breve plazo (tres meses) que, si no se observa, puede hacer que sobre la SLNE recaiga el régimen general de la LSRL.

También es llamativa la limitación en cuanto al capital, que no podrá ser inferior a 13.012 euros, ni superior a 60.096 euros, constituida en todo caso por aportaciones dinerarias y es porque parece obligar a acudir a la forma general de la sociedad limitada a aquellas *“nuevas empresas”* que traten de obtener financiación por medio de su capital más allá de tan reducido importe máximo.

Por lo que se refiere a los órganos sociales, se reconoce expresamente la posibilidad de convocatoria por medios electrónicos para la Junta general, excluyéndose la posibilidad de que la administración se encomiende a un Consejo.

La duda que cabe plantear con vistas a la entrada en vigor de la futura Ley es la de si para el éxito de la nueva empresa resultará determinante con la simplificación muy notable del procedimiento fundacional, o si éste resultará insuficiente y el nuevo subtipo societario no será masivamente utilizado como consecuencia de los límites relativos al capital, a los socios y a los administradores.

Jaime Baillo Morales Arce

5. SARBANES-OXLEY ACT, UN PASO ADELANTE EN LA REFORMA REGULATORIA DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS NORTEAMERICANAS

Desde que el escándalo financiero de la compañía eléctrica ENRON en Estados Unidos, sucedido por las crisis de relevantes empresas como WORLD-COM, XEROX, TYCO y BRYSTOL MYERS, sacara a la luz importantes irregularidades en la gestión de ciertas compañías norteamericanas y en la actuación de sus directivos, sacudiendo intensamente el mercado financiero norteamericano, las instancias reguladoras estadounidenses han tratado de dar respuesta a la pérdida de confianza generada en dicho mercado.

En este sentido, y tras unas primeras reacciones más enfocadas a acallar a una opinión pública que reclamaba la sanción de los responsables de los escándalos financieros que desde el pasado 2 de diciembre han venido mermando la estabilidad económica de ese país que a ofrecer medidas oportunas, coherentes, organizadas y eficaces que eviten conductas como las puestas de manifiesto en los últimos meses, se ha venido elaborando un importante paquete normativo dirigido a la reforma de los parámetros de gestión y gobierno de las sociedades cotizadas.

En efecto, ya el pasado 6 de junio el Comité de Contabilidad y Estándares de Cotización Corporativos (*“Corporate Accountability and Listing Standards Committee”*) de la Bolsa de Nueva York (*“New York Stock Exchange”*, *“NYSE”*) hizo público un informe y propuesta de mejora de los estándares de gobierno de las sociedades cotizadas, informe éste dirigido al Consejo de Administración de la NYSE, además de a otras instituciones estadounidenses, y que ha hallado respuesta en la aprobación por parte de dicho Consejo de Administración el pasado 1 de agosto de las modificaciones propuestas por el referi-

do Comité (con pequeñas reformas y aclaraciones). El objetivo fundamental de estas medidas reside en la intensificación de la integridad y transparencia de las compañías cotizadas en la NYSE, incrementando las exigencias y estándares de gobierno y transparencia corporativos.

Así, las propuestas aprobadas por el Consejo de Administración de la NYSE incluyen nuevas exigencias para la admisión a cotización de las compañías, enfocadas a reforzar el papel y las facultades de los administradores independientes, potenciar un comportamiento ético adecuado en el gobierno corporativo, incrementar la función supervisora de los comités directivos (principalmente del comité de auditoría), y, con carácter general, a implantar mecanismos de control de la actuación de los directivos de dichas compañías.

En paralelo con las propuestas formuladas por la NYSE e impulsadas por la SEC (*"Securities and Exchange Commission"*, organismo similar en sus funciones a la Comisión Nacional del Mercado de Valores española), también las instancias legislativas supremas estadounidenses han tratado de dar respuesta a la sucesión de escándalos financieros que han puesto en entredicho la economía del país y la filosofía no intervencionista hasta el momento en vigor.

En este sentido, el pasado 30 de julio el Presidente Bush sancionó la Ley Sarbanes-Oxley (conocida como *"Sarbanes-Oxley Act of 2002"*), dirigida, como la propia Ley indica, y entre otros objetivos, a proteger a los inversores mediante la mejora en la exactitud y fiabilidad de las obligaciones de información y publicidad recogidas en la normativa sobre los mercados de valores. Esta Ley, cuyo contenido esencial describiremos con más detalle a continuación, incluye importantes modificaciones en la normativa federal reguladora de tales mercados y se ha venido calificando como la reforma más significativa en este ámbito desde la aprobación de la *Securities Exchange Act* de 1934.

En este sentido, es de destacar el hecho de que la Ley Sarbanes-Oxley viene a regular ciertos aspectos que tradicionalmente han venido formando parte del marco competencial de los estados federados. Así, en relación con las compañías cotizadas (*"public companies"*) la Ley Sarbanes-Oxley se refiere a aspectos relativos a su gobierno corporativo, área regulatoria ésta hasta el presente en manos de los legisladores estatales. Al tiempo, la Ley establece un conjunto de normas dirigidas a potenciar la independencia de los auditores, nuevas obligaciones de publicidad corporativa, y fuertes sanciones civiles y penales para las personas responsables de infracciones contables o de violaciones de la normativa sobre los mercados de valores. Por otro lado, y desde la misma perspectiva de mejorar la transparencia corporativa, se recogen nuevas restricciones al otorgamiento de préstamos, créditos y a ciertas operaciones con acciones de las propias sociedades por parte de sus directivos, aspectos todos ellos que serán objeto de un análisis más detallado en líneas posteriores.

En todo caso, y lejos de ofrecer una regulación completa y cerrada de las cuestiones abordadas, la Ley Sarbanes-Oxley atribuye a la SEC y a las Bolsas de Valores estadounidenses la obligación de adoptar nuevas normas relativas a la gestión de las sociedades cotizadas y a sus obligaciones de información, previendo, asimismo, la realización de ciertos estudios por parte tanto de la SEC como de otras instancias del país a fin de lograr un enfoque más preciso en relación con las insuficiencias del sistema detectadas en los últimos meses. En consecuencia, junto con las previsiones de aplicación inmediata, la Ley prevé, asimismo, medidas adicionales cuya aplicabilidad quedará suspendida hasta la aprobación por parte de la SEC de la normativa de desarrollo oportuna, aprobación ésta para la que el plazo legalmente otorgado a dicha institución alcanza, en algunos casos, hasta un año.

A continuación se recoge una breve descripción de las que entendemos constituyen las líneas básicas de las reformas introducidas por la Ley Sarbanes-Oxley y que vienen a sintetizar las preocupaciones y necesidades de mejora manifestadas por diferentes sectores del mundo financiero norteamericano, reformas éstas que resultarán de aplicación a todas las compañías (sean o no de nacionalidad estadounidense) que, de acuerdo con lo dispuesto en la *Securities Act* de 1934, se hallen obligadas a registrar determinados informes en la SEC. No obstante la generalidad del ámbito de aplicación descrito, debe, asimismo, mencionarse que la SEC resulta legalmente facultada para eximir a determinadas compañías de nacionalidad no estadounidense de la obligación de cumplir con alguna de las exigencias establecidas en esta nueva Ley.

A) Gobierno corporativo. Asunción de responsabilidades por parte de administradores y directivos

La Ley Sarbanes-Oxley prevé una serie de medidas orientadas a reforzar el papel de los administradores y directivos encargados de la gestión corporativa, no en lo que se refiere al marco de sus facultades, sino en la asunción de ciertas responsabilidades hasta el momento no claramente determinadas en la normativa en vigor.

A.1. Certificaciones que han de ser emitidas por el CEO y CFO.

La Ley encomienda a la SEC, en el seno de las medidas que, como hemos comentado con anterioridad, no resultarán de aplicación inmediata, la adopción de normas relativas a la obligación del “*Chief Executive Officer*” (“CEO”, cargo similar a lo que en nuestro país podría considerarse un director general o gerente) y del “*Chief Financial Officer*” (“CFO” o director financiero) de presentar, junto con los correspondientes informes trimestrales y anuales ya

previstos en la normativa anterior, una certificación en la que se haga constar lo siguiente:

- que el CEO y el CFO han revisado el informe objeto de presentación;
- que, hasta lo que conocen, el referido informe no incluye información falsa ni omisión de ningún hecho relevante que, a la luz de las circunstancias concurrentes, suponga la falta de veracidad de las manifestaciones recogidas en el informe; y
- que, hasta lo que conocen, los estados financieros y la información contenida en el informe reflejan fielmente, en todos sus aspectos materiales, la situación financiera y los resultados de la compañía.

Asimismo, las certificaciones mencionadas habrán de contener información sobre una serie de materias relacionadas con los controles internos de las sociedades, controles éstos sobre los que la SEC ha emitido un nuevo cuerpo normativo a la luz del cual las compañías registradas en la SEC (cualquiera que sea la nacionalidad de éstas) deberán mantener los procedimientos oportunos para asegurar que la información, tanto financiera como no financiera, relativa a la sociedad es revelada al público completa y puntualmente.

A.2. Devolución de retribuciones y beneficios. Límites a las operaciones.

Entre las medidas de la Ley Sarbanes-Oxley orientadas al control de la actuación de los responsables de la dirección y administración de las sociedades, y como previsión de cierto carácter sancionador, merece destacarse la obligación legalmente prevista para el CEO y CFO de devolver a la compañía en la que ocupen tales cargos parte de su retribución en aquellos casos en que dicha compañía se vea obligada a restablecer sus estados financieros a causa de irregularidades detectadas en los mismos, siempre que tales irregularidades se deriven de conductas indebidas relacionadas con las obligaciones de información.

En efecto, de acuerdo con lo legalmente previsto, en caso de producirse una conducta indebida (“*misconduct*”), el CEO y CFO deberán devolver a la compañía cualesquiera retribuciones complementarias e incentivos que hubieran recibido durante los doce meses siguientes a la primera publicación de los documentos relativos a los estados financieros objeto de posterior restablecimiento, así como cualesquiera beneficios derivados de la venta de valores durante el período de los referidos doce meses.

En todo caso, la Ley no determina concretamente qué debe entenderse por “conducta indebida” o qué grado de irregularidad en la conducta se requiere a

efectos de exigir las referidas devoluciones a los CEO y CFO; es decir, si se considerará como indebida únicamente una conducta conscientemente fraudulenta o abarcará, asimismo, actuaciones negligentes.

Junto con las previsiones anteriores, la nueva Ley Sarbanes-Oxley establece, a su vez, una serie de límites a la actuación de los directivos de las compañías, límites éstos referidos tanto a la compraventa de valores representativos del capital social de la compañía como a la obtención de préstamos y créditos de ésta.

En este sentido, se prohíbe expresamente a los directivos la compra y venta de acciones de la compañía durante lo que se conoce como períodos “*black-out*” relativos a ciertos planes de pensiones, restringiéndose notablemente, asimismo, la posibilidad de que accedan a préstamos y créditos otorgados por la propia entidad para la que trabajan.

A.3. Responsabilidad de abogados.

Junto con las obligaciones y responsabilidades previstas en relación con los administradores y directivos de las compañías a las que nos hemos venido refiriendo, la Ley prevé, asimismo, una serie de obligaciones o de estándares mínimos de comportamiento profesional en relación con los apoderados o abogados de las compañías (ya sean asesores legales externos o internos de la propia compañía) que actúen en representación de las mismas frente a la SEC, estándares éstos cuyo desarrollo corresponderá a la referida SEC.

En este sentido, las pautas mínimas de actuación de los mencionados profesionales que serán objeto de regulación más detallada por parte de la SEC deberán incluir su obligación de poner en conocimiento del responsable de la asesoría jurídica o del CEO correspondiente la violación de las normas del mercado de valores o la infracción de cualesquiera obligaciones de similar naturaleza que se hubieran producido por parte de las compañías o de sus agentes y de las que tuvieran conocimiento. En el caso de que las personas referidas no respondieran adecuadamente a la información aportada por el correspondiente abogado, éste deberá comunicar los hechos al comité de auditoría de la compañía o a cualquier otro comité que estuviera completamente integrado por consejeros independientes.

No obstante el amplio tenor de la obligación de información referida, del texto legal no resulta claro el marco de aplicabilidad de dicha obligación. En efecto, resulta dudosa la posibilidad de extensión de la referida obligación de información a aquellos asesores legales de la compañía que se hallen representando a ésta en materias carentes de relación alguna con el mercado de valores,

resultando, en principio, limitada a aquellos asesores involucrados en la preparación de los informes exigidos por la SEC o en materias relacionadas con la publicación de información sobre las compañías en el marco de los mercados de valores. Asimismo, en principio, habrá de tenerse presente, igualmente, la posible aplicación de las obligaciones prescritas por esta Ley a los abogados no estadounidenses que asesoren a las sociedades registradas en la SEC.

B) Potenciación de la transparencia; publicación de hechos relevantes

Con el objetivo claro de ampliar la protección de los inversores y a fin de que éstos cuenten con la más completa información sobre las compañías en las que han depositado su confianza, la Ley Sarbanes-Oxley viene a incrementar notoriamente las obligaciones de información y de publicación de hechos relevantes relativos a las compañías cotizadas, medidas éstas a las que se acompaña la previsión de un mayor control por parte de la SEC.

En este sentido, la referida Ley viene a establecer las siguientes medidas fundamentales:

- Se exige la publicación, de modo rápido y con carácter ordinario (*“on a rapid and current basis”*, según el tenor legal), términos todos ellos de carácter genérico y no concretados legalmente, de información adicional relativa a cambios materiales en la situación financiera o en las operaciones de la compañía.
- Se exige a la SEC la adopción de normas relativas a la inclusión en los informes objeto de registro en dicha entidad de información referente a las operaciones fuera de balance llevadas a cabo por las compañías (*“off-balance sheet transactions”*), así como de cualesquiera otras operaciones que pudieran tener un impacto significativo en la situación financiera, resultados, liquidez o recursos propios de tales compañías.
- Se abrevia el plazo legalmente estipulado para la comunicación a la SEC de los cambios en el accionariado de las correspondientes compañías, de modo tal que, frente al plazo hasta el momento en vigor, que abarcaba hasta el décimo día del mes siguiente a aquél en el que se produjo la operación en virtud de la cual se llevó a cabo el cambio de titularidad de las oportunas acciones, la Ley Sarbanes-Oxley establece un plazo de dos días desde dicha operación (plazo éste cuya ampliación se deja, no obstante, a la decisión de la SEC en el caso de estimar que resulta escasamente viable dada su brevedad).

- Se compele a la SEC para la adopción de normas relativas a la inclusión de información adicional en los informes periódicos que han de presentarse por las sociedades cotizadas, información ésta básicamente referida a los procedimientos internos de elaboración de informes financieros, de control de dicha información, así como a la existencia o inexistencia (en este último caso, debidamente justificada) de un código ético relativo a los directivos financieros y a la concurrencia en el comité de auditoría de, al menos, un experto en temas financieros.

Todo el paquete de medidas referido viene acompañado de una intensificación del papel supervisor de la SEC en relación con las compañías cotizadas, cuyos informes serán objeto de revisión por parte de la SEC al menos con una periodicidad trianual. En todo caso, y a la hora de determinar la frecuencia con la que una compañía será objeto de supervisión, la SEC deberá tomar en consideración aspectos tales como la volatilidad en la cotización de sus acciones, sus ratios financieros, etc.

C) Comités de Auditoría. Auditores externos

La nueva regulación legal viene a recoger no sólo ciertos requisitos en cuanto a la composición de los comités de auditoría de las sociedades cotizadas (principalmente referidos a la necesidad de que se hallen integrados por consejeros independientes) sino, asimismo, importantes medidas dirigidas a preservar la independencia de los auditores, tan en entredicho a raíz del escándalo ENRON.

En este sentido, y en lo que se refiere a la independencia de los auditores, la Ley prevé una serie de medidas orientadas a desvincular a las compañías de sus auditores en todos aquellos campos que no se refieran concretamente a la función auditora.

Así, la Ley prohíbe a las firmas auditoras la prestación de servicios adicionales, no referidos a la auditoría como tal, coetáneamente con dicha auditoría (servicios adicionales éstos entre los que no resulta incluida la asesoría fiscal), imponiendo asimismo la rotación de los líderes de los grupos auditores cada cinco años (la Ley no exige la rotación de la firma auditora como tal sino únicamente la de los máximos responsables de la auditoría).

Finalmente, la Ley viene a prever la creación del Consejo Supervisor de la Contabilidad de las Compañías Cotizadas (*"The Public Company Accounting Oversight Board"*), organismo éste de carácter federal, sin ánimo de lucro, que será el encargado de supervisar la auditoría de las sociedades cotiza-

das, de establecer los estándares de control, ética, independencia y cualesquiera otros relativos a la función auditora, así como de llevar el registro de las firmas auditoras, las cuales no podrán desarrollar su función de auditoría en relación con las sociedades cotizadas en tanto no se hallen inscritas en dicho registro.

D) Régimen sancionador

A las medidas anteriormente referidas, la Ley añade un severo régimen de infracciones y sanciones.

En este sentido, se califican como delitos conductas que hasta ahora no recibían dicha consideración (ocultación o destrucción de documentos con la intención de impedir u obstruir una investigación federal o un procedimiento de insolvencia; el desarrollo de estructuras con el objetivo de estafar a los inversores en relación con determinados valores; etc.), incrementándose, asimismo, las penas aparejadas a ciertos delitos de cuello blanco ya recogidos como tales en la regulación anterior (infracciones dolosas de la Ley de 1934, etc.).

En suma, nos hallamos ante una Ley que no constituye sino un paso más, ciertamente importante, en la reforma del mercado financiero norteamericano, reforma ésta que viene exigiéndose desde el estallido del escándalo ENRON en diciembre de 2001 por parte de numerosas instancias, y a la que se está tratando de responder, asimismo, por parte de otras instituciones cuya credibilidad ha resultado, cuando menos, puesta en entredicho en los últimos meses, tales como la SEC y las principales Bolsas de Valores norteamericanas.

Irantzu Irastorza

6. NOVEDADES LEGISLATIVAS EN MATERIA DE FIRMA DIGITAL

En los últimos tiempos se han venido produciendo novedades legislativas relativas al régimen legal de la firma digital, lo cual evidencia cómo esta nueva figura va abriéndose paso en nuestro ordenamiento.

Con fecha 31 de diciembre de 2001, se publicó en el BOE la *Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social* (la popularmente conocida como “Ley de Acompañamiento” a la de aprobación de los Presupuestos Generales del Estado), cuya Sección 8.^a (artículos 106 a 115) se dedican 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.

Así, el artículo 107 impone 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 *Real Decreto-Ley 14/1999, de 17 de septiembre, sobre firma electrónica*. El artículo 109 regula con detalle las obligaciones de Notarios y Registradores, derivados del deber de disponer de una firma electrónica avanzada (en el plazo de nueve meses desde la entrada en vigor de la Ley, según su Disposición Transitoria Vigésima primera).

Los artículos 110 a 115 establecen el régimen de uso de la firma electrónica en relación con los documentos notariales y registrales, autorizando la presentación telemática de los mismos y detallando los requisitos del “instrumento público electrónico”, así como previendo la posible celebración de negocios jurídicos “a distancia”, con intervención notarial.

Ha de indicarse que la misma Ley de Acompañamiento recoge similares previsiones de presentación telemática de documentos en el ámbito del procedimiento administrativo, añadiéndose nuevas disposiciones en tal sentido a la Ley 30/1992, de 26 de noviembre (en particular, el apartado 9 del artículo 38, el apartado 3 del artículo 54 y la Disposición adicional decimoctava).

Por desgracia, muchas de estas cuestiones quedan sujetas a ulterior desarrollo reglamentario, lo cual hace temer que su implantación se demore de hecho.

Por otra parte, el Ministerio de Ciencia y Tecnología ha publicado el *Segundo Borrador de Anteproyecto de Ley de Firma Electrónica*, de fecha 26 de julio de 2002, tras haber sometido el anterior texto a consulta pública. Según se proclama en el mismo, “*el Anteproyecto de Ley en tramitación persigue promover un uso más generalizado de la firma electrónica como herramienta de seguridad de las transacciones, basándose en los principios de la Directiva 1999/93/CE sobre firma electrónica, y recogiendo la experiencia y los avances constatados en el sector desde la entrada en vigor del Real Decreto-Ley 14/1999, de 17 de septiembre*”, al objeto de incrementar la disponibilidad, utilidad y accesibilidad de la firma electrónica.

Como importantes novedades respecto de la regulación vigente se encuentran, en primer lugar, el “Documento Nacional de Identidad electrónico” (artículos 25 y 26), que tendrá el mismo valor que el DNI convencional. Además, se crea la “firma electrónica reconocida”, que no estaba regulada como tal en el

Real Decreto-Ley (si bien ya existía el “certificado reconocido”, que se mantiene), y se detalla la “Acreditación voluntaria” que es definida ahora como “*cualquier declaración, emitida a favor y a petición de un prestador de servicios de certificación, que implica el establecimiento de derechos y obligaciones específicos en la prestación de servicios de certificación. Dicha declaración será emitida por parte de un organismo público o privado responsable de la elaboración y supervisión del cumplimiento de dichos derechos y obligaciones, no estando el prestador de servicios de certificación habilitado para ejercer los derechos derivados de la declaración hasta tanto no se haya producido una decisión positiva del citado organismo*”. El anteproyecto contempla, asimismo, la posibilidad de emitir certificados a nombre de personas jurídicas, las cuales deberán designar a una persona física como responsable de la custodia de los datos de creación de la firma y del certificado, y equipararlo así al “factor mercantil” (artículos 286 y 287 del Código de Comercio). Otro de los aspectos de interés del Borrador se refiere a la regulación de la actividad de los prestadores de servicios de certificación, cuyo Registro (dependiente del Ministerio de Justicia) tendrá carácter exclusivamente informativo.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

7. FRANCIA: NUEVA REGULACIÓN DEL VOTO DE LOS ACCIONISTAS NO RESIDENTES EN SOCIEDADES COTIZADAS

1. Uno de los aspectos en que se está centrando la atención del movimiento de revisión y evaluación de los códigos de buen gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, tanto en nuestro país —en el marco de la denominada Comisión Aldama— como en los países de nuestro entorno, es el de la junta general, a la que se quiere dotar de una capacidad real de decisión de la que manifiestamente carece. Y, dentro de las medidas que se han propuesto para potenciar aquel órgano social, destaca la consistente en facilitar la participación de los accionistas extranjeros, partiendo del conocimiento de la convocatoria (a este aspecto y, en particular, al contraste entre el silencio de la LSA y la previsión del art. 46 de la LSRL nos referíamos en nuestra aportación al *Libro homenaje al profesor Fernando Sanchez Calero, Derecho de Sociedades*, sobre “La Junta General de Accionistas de la Sociedad Anónima Cotizada”, vol. III, p. 2931).

2. Visto lo anterior, tiene especial interés el Decreto núm. 2002-803, de 3 de mayo de 2002, promulgado en Francia en aplicación de la Ley de 15 de mayo de 2001, sobre nuevas disposiciones aplicables al voto de los accionistas no residentes de las sociedades cotizadas francesas (v. STORK, M., *RTDCom*,

julio/septiembre de 2002, p. 502 y ss.). Esta norma reglamentaria trata de remediar la situación previa en la que los inversores no residentes —que detentan un porcentaje estimable de entre un 35 a un 40% de la capitalización bursátil francesa— no tenían una cuenta abierta de valores en Francia, sino que sus acciones estaban en manos de intermediarios que aparecían como accionistas aparentes y no participaban en las juntas generales. Esta situación dificultaba la identificación de los accionistas, la reunión del quórum constitutivo de las juntas, el control de las participaciones significativas, la prevención del blanqueo de dinero, etc.

3. Para remediar la situación descrita, la Ley de 15 de mayo de 2001 primero y el Decreto núm. 2002-803 después adoptaron dos tipos de medidas dirigidas a clarificar el estatuto jurídico de los intermediarios y facilitar el ejercicio del derecho de voto por los accionistas no residentes. En el primer sentido, viendo que, en todas las plazas financieras relevantes, existen figuras tales como los “nominees”, los “trustees” o los “custodios globales”, se crea la figura del “intermediario inscrito” (“intermédiaire inscrit”) que no se corresponde exactamente con las figuras de mandatario, testaferro, depositario o representante, sino que se trata de un poseedor de los valores por cuenta de sus propietarios no residentes en Francia que actúa manejando cuentas colectivas o individuales y está obligado a declarar su condición desde la apertura de una “cuenta intermediada” y declarar la identidad de los propietarios reales de las acciones a solicitud de la sociedad emisora.

4. En particular, se establecen los derechos y las obligaciones de las partes implicadas en estas cuentas intermediadas de modo tal que: a) Por un lado, el inversor no residente puede conservar sus acciones de sociedades cotizadas francesas sin necesidad de abrir una cuenta de valores personal en Francia y puede ejercer el derecho de voto en las juntas generales de aquellas sociedades, bien directamente (participando personalmente en la junta, nombrando un representante o por correspondencia o internet) o bien de forma indirecta dando instrucciones de voto al intermediario inscrito que puede emitir el voto en virtud de poder especial o en base a un mandato general de gestión de carteras. b) Por su parte, el intermediario inscrito está obligado a declarar su condición de tal por propia iniciativa desde el momento de la apertura de la cuenta intermediada bien ante la sociedad cotizada emisora, si se trata de valores nominativos puros, o bien ante el intermediario facultado para llevar la cuenta (establecimientos de tenencia de cuentas periféricas o Euroclear Francia, como depositario central) en caso de valores nominativos administrados o valores al portador. En cuando se refiere, en particular, al ejercicio del voto, el intermediario debe conservar durante tres años los poderes o mandatos y a efectuar las declaraciones de participaciones significativas por el conjunto de las acciones agrupadas en sus cuentas.

5. En conclusión, nos encontramos ante una iniciativa práctica interesante para mejorar los niveles de transparencia de las participaciones en sociedades cotizadas por parte de personas no residentes y facilitar el ejercicio por su parte del derecho de voto en las juntas generales de aquellas sociedades.

Alberto Javier Tapia Hermida

8. PROPUESTA DE MODIFICACIÓN DE LA DIRECTIVA 68/151/CEE SOBRE INFORMACIÓN DE CIERTAS EMPRESAS

Se ha publicado la “Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 68/151/CEE, relativa a los requisitos de información con respecto a ciertos tipos de empresas” [v. DOCE C núm. 227, de fecha 24 de septiembre de 2002, p. 377 y ss.].

En el largo período de vigencia de la Directiva 68/151/CEE, se han producido variaciones jurídicas y económicas que exigen su modificación. Por un lado, se han ampliado los tipos de sociedades que tienen obligación de inscripción registral, y por otro, se han acelerado los sistemas técnicos para archivar y divulgar la información, permitiendo una más amplia transmisión, así como el conocimiento transnacional de los datos inscritos.

En este contexto se ha llevado a cabo la cuarta fase de simplificación (Informe de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo sobre “Resultados de la cuarta fase de SLIM” de 4 de febrero del 2000 [COM (2000) 56 final]) en la que el Grupo de trabajo sobre Derecho de sociedades estableció una serie de recomendaciones, referidas a la Primera y Segunda Directivas de Sociedades, entre las que cabe destacar las siguientes:

- Mejorar el acceso a los datos contenidos en los diversos registros.
- Posibilidad de utilizar más de un idioma.
- Actualizar los tipos de sociedades que están obligadas a inscribirse.
- Incorporar las modificaciones introducidas por las Directivas contables que exigen la publicación de cuentas anuales mediante la inscripción en el Registro Mercantil.

El contenido de las modificaciones corresponde, por un lado, a la necesidad de introducir las nuevas tecnologías en el archivado y difusión de datos, y por otro, a acomodar a las necesidades jurídicas estos instrumentos, a fin de que

cumplan los principios de legalidad y seguridad jurídica que se desprenden de los registros públicos.

En primer lugar, se amplía el art.1 a fin de incorporar en aquellos Estados 3.60 TD C

9. CREACIÓN DEL NOMBRE DE DOMINIO “.EU”

Adaptando la legislación a la realidad y al imparable avance (por millones) en la creación de páginas *web* en el mundo, soportadas en una dirección IP que es presentada con un nombre de dominio determinado, la Unión Europea ha consagrado el dominio territorial de primer nivel “.eu”, mediante el *Reglamento (CE) número 733/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de abril de 2002* (DOCE L 113, de 30 de abril de 2002). De esta forma, las entidades públicas y privadas pertenecientes a los Estados miembros de la Unión tendrán a su disposición un nuevo instrumento legal, de enorme relevancia no sólo técnica y comercial, sino también desde el punto de vista de la creación de una conciencia europea.

La creación de este dominio nace con el objetivo de facilitar el comercio electrónico y para promover el uso de Internet, mejorando la interoperabilidad de las redes transeuropeas. Se pretende así que el mercado interior europeo tenga una mayor presencia en el mercado virtual (y global) de Internet, haciendo patente el vínculo de las personas, compañías e instituciones europeas con la Comunidad. El criterio esencial para la inscripción se recoge en el artículo 4.2 del Reglamento, que enumera taxativamente a los posibles solicitantes: (i) una empresa con domicilio social, administración central o centro de actividad principal en la Comunidad; (ii) una organización establecida en la Comunidad sin perjuicio del derecho nacional aplicable; o (iii) una persona física residente en la Comunidad.

Queda pendiente la creación de un Registro, como organización sin ánimo de lucro, creada de acuerdo con la legislación de un Estado miembro, pero al amparo de la Comisión Europea, Registro que debe asumir la gestión de los nombres de dominio que se inscriban de conformidad con lo dispuesto en este Reglamento.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

10. PROPUESTA DE MODIFICACIÓN DE LAS DIRECTIVAS SOBRE CUENTAS ANUALES

Se ha publicado la “Propuesta de modificación de las Directivas que regulan las cuentas anuales y consolidadas de determinadas formas de sociedades y empresas de seguros” [COM(2002)259/2 final, de 9 de julio de 2002].

Siguiendo el plan trazado por la Comisión en su Comunicación “La estrategia de la UE en materia de información financiera: El camino a seguir”

[COM(2000)359, de 13-06-2000] y aprobado el “Reglamento CE núm. 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de julio de 2002, sobre aplicación de las normas internacionales de contabilidad” (v. DOCE L núm. 243 de fecha 11 de septiembre de 2002, p. 1 y ss.) se hace necesario, tal y como se prevé en él, la modificación de las Directivas que regulan las cuentas anuales. El indicado Reglamento recoge que, en el ejercicio 2005, todas las sociedades que coticen en Bolsa y que tengan sus cuentas consolidadas deberán redactar esas cuentas conforme a las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) a fin de uniformar la información que se ofrece a los mercados bursátiles.

La propuesta de Directiva aquí contemplada afecta a diversas Directivas: a la Directiva 78/660/CEE (Cuarta Directiva relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad), Directiva 83/349/CEE (Séptima Directiva relativa a las cuentas consolidadas de sociedades), y a la Directiva 91/674/CEE relativa a las cuentas anuales y a las cuentas consolidadas de las empresas de seguros. En todos los casos se tiene en cuenta el Reglamento sobre la aplicación de las NIC que establece el mecanismo de reconocimiento y aplicación de dichas Normas en la UE.

Los objetivos de esta reforma son:

- Eliminar los conflictos que puedan surgir entre las Directivas contables y las normas NIC.
- Garantizar que los tratamientos contables actualmente posibles según las NIC estén disponibles para las sociedades de la UE.
- Actualizar la estructura de las Directivas contables para que ofrezcan una información financiera adecuada a los mercados bursátiles.

Respecto a las modificaciones que se introducen en la Cuarta Directiva, de forma resumida corresponden a:

- Inclusión de otros estados contables, además de los ya exigidos, en las cuentas anuales.
- Permitir u obligar a la presentación de los importes correspondientes a las partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias.
- La sustitución en el pasivo de las “provisiones para riesgos y cargas” por “provisiones”.
- Las provisiones tendrán por objeto cubrir pasivos que estén claramente circunscritos en su naturaleza.

- Se prohíbe que las provisiones tengan por objeto corregir valores de los elementos del activo.
- Se añaden dos nuevos artículos, 42 sexties y 42 septies, que incorporan el sistema de “valor justo” para la valoración de ciertos tipos de activos distintos a los instrumentos financieros.
- Se incorpora la exigencia de auditoría en las cuentas anuales según lo previsto por la Directiva 84/253/CEE, incorporando un nuevo art. 51 bis en el que se establece el contenido del informe de los auditores.

En cuanto a la Séptima Directiva, es objeto de modificaciones en lo referente a:

- Ampliación de la exigencia de cuentas consolidadas y de informe de gestión a las sociedades que tengan influencia dominante sobre otra, o que estén sometidas a dirección única de la sociedad madre.
- Se suprime el artículo 14.
- Se incorpora la posibilidad de exigir la inclusión de otros estados contables.
- Se sustituye el art. 37 por otro que establece el régimen de auditoría así como el contenido de su informe (queda igual que en la Cuarta Directiva).

La Directiva 91/674/CEE se modifica en lo siguiente:

- Adecuación de las cuentas de las sociedades de seguros a las disposiciones modificadas de la cuarta y séptima directivas.
- Fecha de aplicación de las modificaciones.

El resultado de estas modificaciones corresponde al contenido del Reglamento de aplicación de las NIC, no obstante en la adaptación de la propuesta de su modificación faculta a los Estados miembros a tener en cuenta sus normas técnicas contables, de hecho en la discusión de estas se ha planteado el escaso valor de las mismas, ya que están dirigidas a la información externa de terceros, más que a la estructura contable interna de las sociedades.

María Candelas Sánchez Miguel

11. FRANCIA: NUEVO REGLAMENTO DE LA COMISIÓN DE OPERACIONES BURSÁTILES SOBRE OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN

1. En momentos de gran —excesivo quizás— dinamismo de la regulación financiera, en los que está en trámite una iniciativa parlamentaria para reformar la regulación de las OPAs, que cuenta con el apoyo unánime de los grupos parlamentarios y debe su nacimiento principalmente a la perplejidad pública que suscitaron fenómenos de transmisión de primas de control de sociedades cotizadas inmobiliarias, en los meses de abril a junio de este año 2002, sin participación de sus accionistas minoritarios (véase el artículo de SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y TAPIA HERMIDA, A.J. sobre “Las OPAs en el mercado español. Observaciones a partir de la práctica más reciente” en la *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, núm. 6, julio de 2002, pp. 74 y ss.), resulta especialmente interesante contemplar los movimientos de reforma de la regulación de las OPAs en los países de nuestro entorno.

2. En el anterior sentido, damos noticia del nuevo Reglamento de la Comisión de Operaciones Bursátiles (COB) Francesa núm. 2002-2004 relativo a las ofertas públicas de adquisición sobre instrumentos financieros negociados en un mercado regulado, que ha sido homologado por Decreto del Ministro de Economía, Finanzas e Industria de 22 de abril de 2002 y ha sido publicado en el Diario Oficial de 27 de abril de 2002. Este Reglamento ha sido acompañado de una instrucción de aplicación publicada en el Boletín de la COB de mayo de 2002 (ver N. RONTCHEVSKY, *RTDcom*, Julio-septiembre 2002, pp. 505 y ss.).

3. Este Reglamento 2002-2004 deriva de las nuevas regulaciones económicas adoptadas por la Ley núm. 2001-420, de 15 de mayo de 2001, y sustituye al precedente núm. 89-03, si bien conserva su estructura esencial, distribuyendo su contenido en veinte artículos divididos en cuatro capítulos dedicados a las disposiciones generales, a la información de los accionistas y del público, al control de las operaciones de ofertas públicas y, por último, a la derogación del Reglamento precedente. Desde el punto de vista sustancial, la COB ha simplificado y racionalizado su regulación de las OPAs introduciendo tres tipos de innovaciones: la extensión de su campo de aplicación, la mejora de la información al mercado y la racionalización de las medidas defensivas de la sociedad afectada durante la OPA.

4. En primer lugar, la ampliación del ámbito de aplicación de la regulación de las OPAs se observa cuando el art. 1 del Reglamento núm. 2002-2004 dice que se aplica “a toda oferta realizada públicamente a los titulares de instrumentos financieros negociados en un mercado financiero con vistas a adquirir

todo o parte de dichos instrumentos” así como “a las ofertas públicas de exclusión sobre los instrumentos financieros que han dejado de estar admitidos a negociación en un mercado regulado”. De esta manera, el Reglamento tiene vocación de aplicarse a todas las ofertas públicas sobre títulos de capital o de crédito, aun cuando el Consejo de Mercados Financieros (CMF) no se pronuncie sobre la recepción de la oferta, como sucede en el caso de las ofertas sobre títulos de crédito o de sociedades extranjeras cotizadas en París.

5. En segundo lugar, la mejora de la información del mercado es una de las medidas que destacan en el Reglamento n.º 2002-2004 porque la práctica de los últimos años ha puesto en evidencia ciertas lagunas en la transparencia de las OPAs. Para remediarlas, primero, se obliga al oferente a publicar, desde el momento del depósito del proyecto de la OPA, un comunicado de prensa que recoja las principales características de la OPA (objetivos, número y clase de los valores afectados, precio, acuerdos con terceros, etc.); pudiendo la COB exigir cuantas aclaraciones complementarias considere necesarias. Desde el momento en que el oferente publique el comunicado, la sociedad afectada puede publicar otro para hacer saber al mercado el criterio de su consejo de administración o de vigilancia (o, si es una sociedad extranjera, del órgano competente) sobre las consecuencias de la OPA para dicha sociedad, sus accionistas y sus trabajadores. Una segunda medida para mejorar la transparencia de las OPAs consiste en obligar al oferente a que, en su proyecto de nota de información inicial, exponga sus intenciones en materia de empleo y de estructura del volumen de los activos de la sociedad afectada, de forma coherente con la política industrial y financiera; así como que acompañe una manifestación de los verificadores legales sobre la fidelidad de sus cuentas. La tercera medida consiste en acelerar el acceso al público de la información sobre la OPA reflejando en internet las notas de información verificadas por la COB y reduciendo de cuatro a dos jornadas bursátiles el plazo para publicarlas en la prensa. En cuarto lugar, se controla la publicidad en período de oferta pública que debe hacer referencia a los elementos contenidos en los comunicados y publicaciones del CMF o en las notas de información verificadas por la COB. Asimismo, aun cuando no se prohíbe la publicidad comparativa, las sociedades afectadas no deben inducir a error al público ni desacreditar al oferente. En quinto lugar, se establece que, desde el momento del depósito del proyecto de nota de información, todo acuerdo alcanzado por las sociedades afectadas o sus accionistas que pueda tener una incidencia sobre la valoración de la OPA debe ponerse en conocimiento de las sociedades afectadas, del CMF, de la COB y del público.

6. La tercera línea de innovaciones que introduce el Reglamento núm. 2002-2004 en la disciplina de las OPAs se refiere a las medidas defensivas de la sociedad afectada; partiendo de los principios de respeto del libre juego de las ofertas, de la igualdad de trato e información de los accionistas, de la transpa-

rencia e integridad del mercado y de la lealtad y competencia en las negociaciones. Así, en primer lugar, no será precisa la autorización de la COB para los actos que excedan de la gestión corriente cuando los administradores de la sociedad afectada hayan sido expresamente autorizados para realizarlos por una junta general reunida durante la tramitación de la OPA. Asimismo, se obliga a publicar de inmediato los objetivos e intenciones respecto de una OPA en curso a toda persona que incremente más del 2% su participación o venga a superar los porcentajes del 5%, 10%, 15%, 20%, 25% o 30% del capital o de los derechos de voto de la sociedad afectada.

7. Por último, el nuevo Reglamento de la COB 2002-2004, a la vista de la experiencia de la oposición de la Comisión Europea a las fusiones Schneider-Legrand y Sidel-Tetra Laval, pretende conciliar los procesos de autorización de las concentraciones con el desarrollo de las OPAs; permitiendo al oferente condicionar suspensivamente la OPA al resultado del procedimiento de control comunitario de las concentraciones.

Alberto J. Tapia Hermida

12. TRABAJOS DE UNCITRAL SOBRE EL DESARROLLO DEL COMERCIO ELECTRÓNICO Y LOS INSTRUMENTOS INTERNACIONALES RELATIVOS AL COMERCIO INTERNACIONAL

Por su propia naturaleza, el comercio electrónico adquiere una gran importancia como instrumento para el fomento de la contratación internacional. A partir de esa elemental observación, en el seno de UNCITRAL se planteó en qué medida el “*acervo*” existente hasta entonces resultaba compatible con un grado satisfactorio de desarrollo del comercio electrónico. A tal fin, la Secretaría de UNCITRAL llevó a cabo un primer estudio cuyo resultado era que hasta 33 Tratados podían verse afectados por el desarrollo previsto para el comercio electrónico y, al propio tiempo, podían implicar dificultades en relación con la utilización de medios electrónicos de comunicación. El interesante Informe de la Secretaría quedó plasmado en la nota presentada al Grupo de Trabajo sobre comercio electrónico en su 39.º período de sesiones de marzo de 2002 (v. A/CN.9/WG.IV/WP.94).

El siguiente paso consistió en la consulta a los Estados miembros, observadores, organizaciones internacionales y organizaciones intergubernamentales para que se pronunciaran sobre esa misma cuestión. Las respuestas que esa consulta mereció por parte de algunos de sus destinatarios han sido objeto de publicación (v. A/CN.9/WG.IV/WP.98 y Anexos) y son, dentro de su heteroge-

neidad, interesantes tanto en cuanto a la procedencia de la labor proyectada, como en lo relativo a la técnica de conexión entre la prevista convención en esta materia y los Tratados existentes. Son varias las instituciones que consideran que dicha futura convención supondría repetir el esfuerzo armonizador que al respecto se está abordando en su seno (el caso más explícito es el de la Organización Mundial de la Propiedad Industrial).

Jaime Baillo Morales Arce

13. APROBACIÓN DE LA DIRECTIVA SOBRE COMERCIALIZACIÓN A DISTANCIA DE SERVICIOS FINANCIEROS

Tras una lenta tramitación se ha promulgado la “Directiva 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 23 de septiembre de 2002 relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores y por la que se modifican la Directiva 90/619/CEE y las Directivas 97/7/CE y 98/27/CE” (DOCE núm. L 271, de 9-10-2002, p. 16 y ss.).

Presentada por la Comisión en 1998 la propuesta de Directiva sobre comercialización a distancia de servicios financieros, cuya aprobación se esperaba de forma inmediata a la Directiva 2000/31/CE sobre comercio electrónico (DOCE L 178 de 17-7-2000, p. 1 y ss.), ha visto finalmente la luz, si bien los Estados miembros disponen del plazo que vence el 9 de octubre de 2004 para efectuar su transposición a su propio ordenamiento.

El texto de la nueva Directiva y su coordinación con otras disposiciones de comercio electrónico, así como más en general con el régimen de los contratos a distancia, ofrece un especial interés para la normativa de las entidades de crédito y en general para las entidades relacionadas con la actividad financiera. La propia Directiva nos indica, bien es cierto que con la falta de precisión que es frecuente en estas disposiciones, que a sus efectos se entiende por “servicio financiero” a “todo servicio bancario, de crédito, de seguros, de jubilación personal, de inversión o de pago”.

En todo caso ha de reseñarse que su publicación ofrece un especial interés no simplemente a los efectos de la protección de los consumidores, sino para el comercio electrónico en el campo de la actividad financiera, regulado de forma nada coordinada en los distintos Estados miembros.

Pablo de Olavide

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— OBRAS GENERALES

GEISSLER, “Umqualifizierung von Bankkrediten in eigenkapitalersetzende Aktionärsdarlehen”, en *WM* n.º 15 (2002), p. 735.

OBST, G., *Lehrbuch des Geld-, Bank- und Börsenwesens. Ein Handbuch für Handels- und Fortbildungsschulen sowie zur Selbstbelehrung*, Düsseldorf (2001), 181 pp.

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BANCARIA EN OTROS PAÍSES

BODMER, D./KLEINER, B./LUTZ, B., “Kommentar zum Bundesgesetz über Banken und Sparkassen”, Suplemento 13, Zurich (2002), 216 pp.

FLISCHER, “Basel II - Das unbekannte Wesen”, en *DZWIR* n.º 6 (2002), p. 237.

— NORMATIVA DE LA CEE EN MATERIA BANCARIA

NEYE, H.-W., “Kein neuer Stolperstein für die Europäische Aktiengesellschaft”, en *ZGR* n.º 3 (2002), p. 377.

TEICHMANN, CH., “Die Einführung der Europäischen Aktiengesellschaft - Grundlagen der Ergänzung des europäischen Statuts durch den deutschen Gesetzgeber -”, en *ZGR* n.º 3 (2002), p. 383.

— ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

BANCOS

BORMANN, “Stille Publikumsgesellschaften im Spannungsfeld von Gesellschafts- und Bankaufsichtsrecht”, en *ZHR* n.º 2 (2002), p. 211.

PRÜHER, M., *Optimales Timing von Barkapitalerhöhungen bei asymmetrischer Informationsverteilung*, Berlín (2000), 266 pp.

VETTERMOLI, D., *Le cessioni “agregate” nella liquidazione coatta amministrativa delle banche*, Milán (2001), pp. XII-316.

WEIKER, D., *Corporate Governance und das Auftragsstimmrecht der Banken*, Lohmar (2001), 187 pp.

— **ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA**

LUCANTONI, P., “Il collegio sindacale nelle banche: l’attività di controllo e il raccordo funzionale con la Banca d’Italia”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 1.^a (2002), p. 166.

SUYTER, “Aufsichtliche Normen im Bankgeschäft und ihre Erweiterung um Mindestanforderungen an das Kreditgeschäft (MaK)”, en *WM* n.º 20 (2002), p. 991.

VELLA, F., “Banca Centrale Europea, Banche Centrali Nazionali e vigilanza bancaria: verso un nuovo assetto dei controlli nell’area dell’euro?”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 1.^a (2002), p. 150.

— **RESPONSABILIDAD DEL BANCO (DE LA BANCA)**

WIDMAIR, E., *Haftung von Bankorganen. Die strafrechtliche Verantwortlichkeit der im Bankbereich tätigen Organe*, Viena (2001), 272 pp.

— **BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)**

CRISTEA, S., *Investment Banking im Recht der Bundesrepublik und der USA*, Leipzig (2001), 750 pp.

MASTROPAOLO/PRAICHEUX, “Qualità degli strumenti finanziari e loro applicazione ad altri beni e contratti, nel diritto francese e nel diritto italiano”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 1.^a (2002), p. 196.

ROTH, M., *Die Spielregeln des Private Banking in der Schweiz. Rechtliche Regelungen, Standes- und Verhaltensregeln für Banken im Private Banking*, Zurich (1999), 144 pp.

— **CONTRATOS BANCARIOS**

BANCARIO, O., *La risoluzione delle controversie tra banche e clienti consumatori*, Roma (2001), 122 pp.

BAR, CH. V./ZIMMERMANN, R., *Grundregeln des europäischen Vertragsrechts*, Munich (2002), 608 pp.

GIANFELICI, E., *Banche e clienti*, Milán (2001), pp. X + 462.

LURGER, B., *Grundfragen der Vereinheitlichung des Vertragsrechts in der Europäischen Union*, Berlín (2002), 599 pp.

TARANTINO, G., “In tema di segnalazione alle Centrale Rischi: profili di responsabilità della banca segnalante (e delle banche ‘terze’)”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 1.ª (2002), p. 229.

— CUENTA CORRIENTE

TARZIA, G., *Il contrato di conto corrente bancario*, 2.ª ed., Milán (2001), pp. 364.

— PRÉSTAMO

BLANDINO GARRIDO, M.ª A., “La nulidad de la cláusula de redondeo al alza de los préstamos hipotecarios”, en *Boletín del Colegio de Registradores de España* n.º 81 (2002), p. 479.

— APERTURA DE CRÉDITO

SPADA, M., “A propòsito del recesso ad nutum dall’apertura di credito. Brevi note”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 2.ª (2002), p. 113.

— GARANTÍAS EN LA ACTIVIDAD BANCARIA

EMBID IRUJO, J.M., “Tipos de socios en la sociedad de garantía recíproca”, en *Cuadernos de Derecho y Comercio* n.º 34 (2001), p. 31.

RUDNICKI/LEWICKI, “Die Bankgarantie im polnischen Recht”, en *WM* n.º 18 (2002), p. 897.

— OTROS SERVICIOS BANCARIOS. TARJETA DE CRÉDITO

BOCHICCHIO, F., “Servizi di pagamento tra intermediazione finanziaria e servizi amministrativi ed organizzativi”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 1.ª (2002), p. 224.

LENER, R., “Il momento di apertura della procedura di insolvenza e l’irretrattività dei effetti sugli ordini di trasferimento”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 1.ª (2002), p. 137.

DERECHO BURSÁTIL

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES Y EN LA CEE

AHA, CH., “Die Cross-Border Rules der SEC und ihre Bedeutung für das deutsche Kapitalmarktrecht”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 6 (2002), p. 313.

CIAN, M., “Dematerializzazione degli strumenti finanziari e ‘possessiono’ della registrazione in conto”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 2.^a (2002), p. 165.

EHRHARDT/NOWAK, “Die Durchsetzung von Corporate-Governance-Regeln”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 6 (2002), p. 336.

EKKENGA/HOFSCHROER, “Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz”, parte I, en *DStR* n.º 17 (2002), p. 724, y parte II, en *DStR* n.º 18 (2002), p. 768.

HUCKE/AMMANN, “Der Entwurf des Transparenz- und Publizitätsgesetzes - ein weiterer Schritt zur Modernisierung des Unternehmensrechts”, en *DStR* n.º 16 (2002), p. 689.

HUTTER/LEPPERT, “Finanzmarktförderungsgesetz aus Unternehmenssicht”, en *NZG* n.º 14 (2002), p. 649.

HUTTER/LEPPERT, “Reformbedarf im deutschen Kapitalmarkt- und Börsenrecht”, en *NJW* n.º 31 (2002), p. 2.208.

IHRIG/WAGNER, “Die Reform geht weiter: Das Transparenz- und Publizitätsgesetz”, en *BB* n.º 17 (2002), p. 789.

JAHR, V., *Transparenz- und Publizitätspflichten deutscher Unternehmen. Unter Berücksichtigung europarechtlicher und verfassungsrechtlicher Vorgaben*, Frankfurt (2002), 356 pp.

JUNG/SCHLEICHER, *Finanzdienstleister und Wertpapierhandelsbanken - Aufsichtsrechtliche Regelungen*, 2.^a ed., Berlín (2001), 369 pp.

PELTZER/VOIGHT, *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. German Securities Acquisition and Take-over Act*, Colonia (2002), 144 pp.

SCHÜPPEN, “To comply or not to comply - that’s the question! ‘Existenzfragen’ des Transparenz- und Publizitätsgesetzes im magischen Dreieck kapitalmarktorientierter Unternehmensführung”, en *ZIP* n.º 29 (2002), p. 1.269.

ULMER, “Der Deutsche Corporate Governance Kodex - ein neues Regulierungsinstrument für börsennotierte Aktiengesellschaften”, en *ZHR* n.º 2 (2002), p. 150.

VON ILBERG/NEISES, “Die Richtlinien- Vorschläge der EU Kommission zum ‘Einheitlichen Europäischen Prospekt’ und zum ‘Marktmissbrauch’ aus Sicht der Praxis”, en *WM* n.º 13 (2002), p. 635.

VON WERDER, A., *German code of corporate governance. Konzeption, Inhalt und Anwendung von Standards der Unternehmensführung*, 2.^a ed., Stuttgart (2001), 173 pp.

WALDHAUSEN, ST., *Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache. Eine Untersuchung zu Paragraph 15 Abs. 1 WpHG unter Berücksichtigung der Ad-hoc-Publizität im Vereinigten Königreich*, Baden-Baden (2002), 326 pp.

ZIOUVAS/WALTER, “Das neue Börsenstrafrecht mit Blick auf das Europarecht”, en *WM* n.º 29 (2002), p. 1.483.

— OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL

BARNET, “Deliktischer Schadensersatz bei Kursmanipulation de lege lata und de lege ferenda”, en *WM* n.º 29 (2002), p. 1.473.

LENZ/LINKE, “Die Handhabung des WpÜG der aufsichtsrechtlichen Praxis”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 7 (2002), p. 461.

— RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN DE LOS MERCADOS

EDELMANN, “Ausschluss von Penny Stocks: Kann das ‘Regelwerk Neuer Markt’ einseitig abgeändert werden?”, en *BB* n.º 26 (2002), p. 1.332.

REUSCHLE/FLECKNER, “Börsenähnliche Einrichtungen - die privatrechtliche Organisation einer Börse”, en *BKR* n.º 14 (2002), p. 617.

SPINDLER, “Elektronische Finanzmärkte und Internet-Börsen” (parte I), en *WM* n.º 26 (2002), p. 1.325.

SUDMEYER, “Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach Paragraphs 21, 22 WpHG”, en *BB* n.º 14 (2002), p. 685.

— ADMISIÓN A COTIZACIÓN

HELLWIG/BORMANN, “Die Abfindungsregeln beim Going Private - Der Gesetzgeber ist gefordert!”, en *ZGR* n.º 3 (2002), p. 465.

HOLZBORN/SCHLÖSSER, “Systemwechsel beim going private”, en *BKR* n.º 11 (2002), p. 486.

KLEPPE, M., *Anlegerschutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse*, Colonia (2002), 302 pp.

KROLL/BARTSCH-KROLL, *Der Borsengang und seine Alternativen als analyseorientierter Strategieentscheid in deutschen KMUs*, Berna (2002), 100 pp.

MAGER, F.B., “Die Performance von Unternehmen von und nach dem Börsengang”, Wiesbaden (2001), 228 pp.

RICHARD, J./WEINHEIMER, S., *Handbuch Going Private. Delisting und Rückzug von der Börse*, Heidelberg (2002), 418 pp.

SCHLITT, M./SMITH, P./WERLEN, T., “Die Going-Public-Grundsätze der Deutschen Börse AG”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 9 (2002), p. 478.

STREIT, “Delisting Light - Die Problematik der Vereinfachung des freiwilligen Rückzugs von der Frankfurter Wertpapierbörse”, en *ZIP* n.º 29 (2002), p. 1.279.

— **CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL**

ASSMANN, “Negativberichterstattung als Gegenstand der Nachforschungs- und Hinweispflichten von Anlageberatern und Anlagevermittlern”, en *ZIP* n.º 15 (2002), p. 637.

BISCHOFF, K., “Internationale Börsenprospekthaftung”, en *Die Aktien-Gesellschaft* n.º 9 (2002), p. 489.

BRANDT, M., *Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute bei der Kapitalanlage. Wertpapiergeschäftliche Informationspflichten im Spiegel kapitalmarktmäßiger Effizienz*, Baden-Baden (2002), 336 pp.

FLEISCHER, “Directors’ Dealings”, en *ZIP* n.º 28 (2002), p. 1.217.

FLOER, A., *Internationale Reichweite der Prospekthaftung. Zum Kollisionsrecht der Haftung für fehlerhafte Verkaufs- und Börsenzulassungsprospekte*, Baden-Baden (2002), 168 pp.

HORN, “Die Erfüllung von Wertpapiergeschäften unter Einbeziehung eines zentralen Kontrahenten an der Börse”, en *WM* n.º 20 (2002), número extraordinario 2, p. 3.

KOCH, C., *Discount-Broker. Die Allgemeinen Verhaltenspflichten gemäss Paragraph 31 Wertpapierhandelsgesetz*, Hamburgo (2002), 263 pp.

PARALUPI, “Responsabilità civile da prospetto: informazione e danno ingiusto”, en *Rivista del Diritto commerciale* n.º 9-10/11-12 (2001), p. 565.

PETERS, K., *Informationsrechte und Geheimhaltungsverpflichtungen im Armen einer Due Diligence und daraus resultierende Haftungsrisiken*, Aquisgrán (2002), 237 pp.

PFÜLLER/KOEHLER, “Anadel per Erscheinen - Rechtliche Rahmenbedingungen beim Kauf von Neuemissionen auf dem Graumarkt”, en *WM* n.º 16 (2002), p. 781.

SCHNEIDER, U.H., “Meldepflichtige Wertpapiergeschäfte von Organmitgliedern (‘Directors’ Dealings’) im Konzern”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 9 (2002), p. 473.

SCHULZ, I., *Die europäische Währungsunion und das Management von Aktienportfolios. Auswirkungen für europäische Investoren*, Wiesbaden (2001), 331 pp.

SPINDLER, “Elektronische Finanzmärkte und Internet-Börsen (II)”, en *WM* n.º 27 (2002), p. 1.376.

VAUPEL, “Die Haftung der Banken für die Richtigkeit der Angebotsunterlage bei Umtauschangebote nach dem WpÜG”, en *WM* n.º 23 (2002), p. 1.170.

WAGNER, “Kapitalanlagerechtliche Aufklärungspflichten über jede Art von Negativberichterstattungen”, en *WM* n.º 21 (2002), p. 1.037.

— OPAs

ARMAN/RIEHMER/SCHÜPPEN, *Öffentliche Übernahmeangebote. Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, Heidelberg (2002), 700 pp.

BAUMS, TH./THOMA, G.F., *Takeover Laws in Europe*, Colonia (2002), 1.148 pp.

DESANA, E., “Oferta pubblica d’acquisto e giurisdizione del giudice ordinario. Il caso Fonspa”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 2.^a (2002), p. 197.

HIRTE, H., *WpÜG. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz mit Übernahmekodex und City Code. Gesetzestexte, Quellen, Materialien*, Colonia (2002), 538 pp.

HOPT, K., “Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken”, en *ZGR* n.º 3 (2002), p. 333.

JOHANNES, A./BURKHARDT, M./RANDELL, CH./STEPHAN, K.-D., *Public Company Takeovers in Germany*, Munich (2002), 447 pp.

KRAUSE, “Die Abwehr feindlicher Übernahmeangebote auf der Grundlage von Ermächtigungsbeschlüssen der Hauptversammlung”, en *BB* n.º 21 (2002), p. 1.053.

REUTTER, TH., *Das bedingte Übernahmeangebot. Ein Beitrag zum "Börsenvertragsrecht"*, Zurich (2002), 269 pp.

RODEWALD/SIEMS, "Der Preis ist heiss - Zur Angemessenheit der Gegenleistung bei Übernahmeangeboten", en *ZIP* n.º 21 (2002), p. 926.

SANTELMANN, M., "Notwendige Mindestwerbsschwellen bei Übernahmeangeboten", en *Die AktienGesellschaft* n.º 9 (2002), p. 497.

SCHWARZ/PÁLINKÁS, "Neue Regelung der Übernahmeangebote im tschechischen Gesellschaftsrecht", en *WiRO* n.º 7 (2002), p. 196.

SEMLER/WOLHARD, *Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen. In zwei Bänden. Unternehmensübernahme, Vorbereitung, Durchführung, Folgen, Ausgewählte Drittländer (Band 1)*, Munich (2001), 2.245 pp.

STEINMEYER/HÄGER, *WpÜG. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, Bielefeld (2002), 650 pp.

SÜSSMANN, R., "Anwendung des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Erwerb eigener Aktien", en *Die AktienGesellschaft* n.º 8 (2002), p. 424.

VOGEL, "Finanzierung von Übernahmeangeboten - Testat und Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach Paragraph 13 WpÜG", en *ZIP* n.º 32 (2002), p. 1.421.

WINNER, M., *Die Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme. Pflichten von Verwaltungsorganen und Sachverständigen nach dem Übernahmegesetz*, Viena (2001), 272 pp.

— RÉGIMEN DE LOS INSIDER

AMMEDICK/STRIEDER, *Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften. Bestimmungen des BörsG, DRS, IAS und US-GAAP sowie deutscher Börsensegmente*, Munich (2002), 272 pp.

AUCKENTHALER, "Das Zusammenspiel von Straf- und Ordnungswidrigkeitenrecht bei der Verfolgung von Insiderverströssen in Frankreich", en *RIW* n.º 6 (2002), p. 423.

FLEISCHER/KALSS, "Kapitalmarktrechtliche Schadensersatzhaftung und Kurseinbrüche an der Börse", en *Die AktienGesellschaft* n.º 6 (2002), p. 329.

LEPPERT/STÜRWALD, "Die insiderrechtlichen Regelungen des Vorschlags für eine Marktmissbrauchsrichtlinie und der Stand der Umsetzung im deutschen Wertpapierhandelsrecht", en *ZBB* n.º 2 (2002), p. 90.

SMID, “Der Journalist als Insider aufgrund öffentlich zugänglicher Informationen”, en *AfP* n.º 1 (2002), p. 13.

WIDDER, ST., *Die Entwicklung des Insiderrechts in der Republik Südafrika*, Baden-Baden (2001), 381 pp.

— SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN

BESSONE, “Le partecipazioni azionarie del fondo pensione. Titolarità dei diritti di voto e corporate governance”, en *Rivista del Diritto commerciale* n.º 9-10/11-12 (2001), p. 419.

LUTTERMANN/BACHMANN, “Rechtsverhältnisse bei Hedge-Funds (‘Risikofonds’) in Deutschland und in den USA”, en *ZIP* n.º 23 (2002), p. 1.017.

SCHULENBURG, V., *Bankenhaftung bei geschlossenen Immobilienfonds. Zugleich eine Untersuchung der Wissenszurechnung im Konzern*, Frankfurt (2002), 277 pp.

TÍTULOS VALORES

— VALORES MOBILIARIOS

ACCIONES

ACHLEITNER, A.-K./WOLLMET, P., *Stock options. Finanzwirtschaft, Gesellschaftsrecht, Bilanzierung, Steuerrecht, Arbeitsrecht und Unternehmensbewertung*, 2.ª ed., Stuttgart (2002), 412 pp.

ACKERMANN/SUCHAN, “Repricing von Stock Options - aktienrechtliche Zulässigkeit und bilanzielle Behandlung”, en *BB* n.º 30 (2002), p. 1.497.

ADAMS, “Aktienoptionspläne und Vorstandsvergütungen”, en *ZIP* n.º 30 (2002), p. 1.325.

LENZ, J./LINKE, U., “Rückkauf eigener Aktien nach dem Wertpapiererwerbsund Übernahmegesetz”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 8 (2002), p. 420.

VARIOS AUTORES, *Derecho de Sociedades. Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, cinco volúmenes, 5583 páginas, McGraw-Hill, Madrid, 2002.

Me corresponde el honor de dar cuenta de esta obra sobre Derecho de Sociedades realizada en homenaje a quien ha sido y es Director de esta Revista desde su fundación, D. Fernando Sánchez Calero. Se trata de una “obra magna” de la doctrina mercantilista española que muestra bien a las claras el grado de desarrollo y de madurez alcanzado a partir de las bases sólidamente sentadas por D. Joaquín Garrigues. Además, las contribuciones de destacados profesores extranjeros permiten tener referencias comparadas especialmente útiles.

El contenido de esta obra, al tener como común denominador la referencia al Derecho de Sociedades Mercantiles, se vincula con uno de los campos típicos de interés de esta Revista, cual es el Derecho del Mercado de Valores. Conexión que aflora en diversos trabajos incluidos dentro de la misma.

La magnitud de la obra se aprecia con la simple enumeración de los trabajos y autores que en ella figuran y que son los siguientes:

I. TEORÍA GENERAL DE LAS SOCIEDADES (en volumen I)

Bercovitz, Alberto, *Denominaciones sociales, signos distintivos de la empresa y nombres de dominio*. Cap. 1, pág. 3; Boldó Roda, Carmen, *Veinte años de aplicación de la doctrina del levantamiento del velo por la Sala 1.ª del Tribunal Supremo*. Cap. 2, pág. 25; De Prada González, José María, *Actividades mercantiles de las Fundaciones*. Cap. 3, pág. 53; Díez de Velasco, M., *La protección diplomática de las sociedades de capitales en el Derecho Internacional: reflexiones sobre la jurisprudencia de los Tribunales Internacionales*. Cap. 4, pág. 101; Eizaguirre Bermejo, José María, *La subjetivación de las sociedades de personas*. Cap. 5, pág. 121; Fernández, Tomás Ramón, *La inscripción en el Registro Mercantil de las sociedades civiles. Nota sobre la Sentencia del Tribunal Supremo de 24.2.2000*. Cap. 6, pág. 149; Fernández de la Gándara, Luis, *Problemas de política y de técnica jurídica en Derecho de sociedades: un balance*. Cap. 7, pág. 159; Fernández Rozas, José Carlos, *Balance y perspectivas de los sistemas de determinación de la Lex societatis*. Cap. 8, pág. 197; Fradejas Rueda, Olga María, *Una sociedad olvidada: la sociedad de gananciales*. Cap. 9, pág. 215; García Amigo, Manuel, *La garantía patrimonial universal de las personas jurídicas*. Cap. 10, pág. 233; Gondra Romero, José María, *Régimen de la “empresa conyugal”: sociedad de Derecho mercantil, sociedad de Derecho de familia*. Cap. 11, pág. 245; Illescas Ortiz, Rafael, *Diez años —y algo más— de reforma de la legislación societaria en España*. Cap. 12, pág.

265; Jiménez Sánchez, Guillermo, *Doctrina del Tribunal Constitucional sobre las sociedades mercantiles*. Cap. 13, pág. 275; Lobato García-Miján, Manuel, *La influencia del Derecho comunitario en la configuración del moderno Derecho de sociedades. Apuntes sobre el concepto de causa a propósito de la STJC CENTROS*. Cap. 14, pág. 319; Miranda Serrano, Luis María, *¿Hacia una coordinación normativa interdisciplinar del derecho de las denominaciones sociales y el derecho de los signos distintivos de la empresa? (Reflexiones al hilo de las Resoluciones de la DGRN de 24.2.1999 y de 10.6.1999)*. Cap. 15, pág. 331; Manovil, Rafael Mariano, *Inoponibilidad de la personalidad jurídica societaria: el art. 54.III de la Ley de Sociedades argentina*. Cap. 16, pág. 361; Oleo Banet, Fernando, *Fundamento y extinción de la exclusión del contrato de sociedad del régimen de las condiciones generales de la contratación (art. 4.1 LCGC)*. Cap. 17, pág. 391; Paricio Serrano, Javier, *El contrato de sociedad en el Derecho Romano*. Cap. 18, pág. 407; Rippe, Sigbert, *Sociedades constituidas en el extranjero (régimen de su situación extraterritorial en los países del MERCOSUR)*. Cap. 19, pág. 429; Sánchez Lorenzo, Sixto, *El derecho de establecimiento secundario de las sociedades ficticias en el ámbito comunitario*. Cap. 20, pág. 451.

II. SOCIEDAD ANÓNIMA (en volúmenes I, II y III)

1. Constitución: De Torres Zapatera, Mariano, *Principios y reglas de valoración en el sistema del TRLSA*. Cap. 21, pág. 485; Díaz Gómez, María Angustias, *Incumplimiento de la obligación de efectuar aportaciones no dinerarias y responsabilidad de fundadores, promotores y administradores en la Sociedad Anónima*. Cap. 22, pág. 507; Font Galán, Juan Ignacio/Pino Abad, Manuel, *La relevante causa negocial de la sociedad. Una relectura (sólo) jurídica del concepto legal de sociedad*. Cap. 23, pág. 541; Morán Bovio, David, *Menciones estatutarias sobre el desembolso anticipado de las aportaciones en la anónima*. Cap. 24, pág. 607; Peinado Gracia, Juan Ignacio, *El promotor de la sociedad anónima. Régimen de responsabilidad*. Cap. 25, pág. 635.

2. Capital social y acciones: Minervini, Gustavo, *Dematerializzazione delle azioni quotate e l'esercizio dei diritti sociali*. Cap. 26, pág. 667; Muñoz Martín, Noemí, *La obligación de pago de los dividendos pasivos*. Cap. 27, pág. 681; Porfirio Carpio, Leopoldo José, *Acciones privilegiadas y acciones sin voto tras las Leyes 37 y 50 de 1998*. Cap. 28, pág. 703; Vara de Paz, Nemesio, *La declaración de nulidad del título por la propia sociedad emitente*. Cap. 29, pág. 727; Farrando Miguel, Ignacio, *La protección de la información empresarial*. Cap. 30, pág. 769; Fernández del Pozo, Luis, *Participación de trabajadores y directivos en el capital de las sociedades anónimas. Examen de la cuestión en el Derecho societario*. Cap. 31, pág. 815; Flores Doña, María de la Sierra,

Autocartera por persona interpuesta (art. 88 del TRLSA, de 1989). Cap. 32, pág. 895; García-Cruces González, José Antonio, *Notas en torno al concepto y régimen jurídico de las acciones rescatables.* Cap. 33, pág. 913; García-Moreno Gonzalo, José María, *La posición del socio minoritario frente a la distribución de beneficios.* Cap. 34, pág. 959; Cano Rico, José Ramón, *Las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones en el Derecho de sociedades español.* Cap. 35, pág. 1011; Menéndez Menéndez, Aurelio, *Sobre la transmisión intra-grupo de acciones o participaciones vinculadas.* Cap. 36, pág. 1075; Alcover Garau, Guillermo, *La contradicción entre los artículos 68 y 70 de la Ley de Sociedades Anónimas relativos al usufructo de acciones.* Cap. 37, pág. 1093; Aparicio González, María Luisa/B. Veiga, Abel, *La constitución de prenda sobre acciones (especial referencia a acciones no documentadas, a las representadas mediante títulos y a participaciones en sociedad en formación).* Cap. 38, pág. 1107.

3. Junta General: Cerdá Albero, Fernando, *La desconvocatoria de la Junta General.* Cap. 39, pág. 1163; Morral Soldevilla, Ramón, *La convocatoria de la Junta General de Accionistas: algunos problemas en torno a su régimen jurídico.* Cap. 40, pág. 1197; Otero Lastres, José Manuel, *El requisito de la “aceptación unánime” en la Junta Universal de la sociedad anónima.* Cap. 41, pág. 1229; Rueda Martínez, José-Alejo, *Notas sobre el acta notarial de la junta de accionistas.* Cap. 42, pág. 1245;

4. Administradores: Baíllo Morales-Arce, Jaime, *El aseguramiento de la responsabilidad civil de los administradores: especial referencia al problema del dolo como excepción oponible o inoponible.* Cap. 43, pág. 1263; Díaz Bravo, Arturo, *Los actos ultra vires en el Derecho social mexicano.* Cap. 44, pág. 1287; Domínguez Ruiz de Huidobro, Adolfo, *Cuestiones sobre la responsabilidad de los administradores en los grupos de sociedades. Particular referencia a la teoría del administrador de hecho.* Cap. 45, pág. 1299; García Villaverde, Rafael, *Exoneración de la responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima y la sociedad de responsabilidad limitada por falta de culpa (art. 133.2 LSA).* Cap. 46, pág. 1321; Juste Mencía, Javier, *Limitaciones al poder de representación del factor en el giro o tráfico del establecimiento. Actuación del administrador societario en calidad de factor.* Cap. 47, pág. 1351; Mairata Laviña, Jaime, *Responsabilidad de los administradores y situaciones concursales.* Cap. 48, pág. 1383; Polo Sánchez, Eduardo, *Nuevas consideraciones sobre la transacción de la acción social de responsabilidad contra administradores de las sociedades de capital.* Cap. 49, pág. 1411; Rojo Fernández-Río, Ángel, *Los deberes legales de los administradores en orden a la disolución de la sociedad de capital como consecuencia de pérdidas.* Cap. 50, pág. 1437; Sánchez Andrés, Aníbal, *Las llamadas Stock Options y las fórmulas mágicas de la Ciencia jurídica.* Cap. 51, pág. 1485; Tapia Hermida, Antonio, *El*

administrador social que trabaja para una sociedad anónima en cuanto órgano de la misma, es un trabajador por cuenta ajena, con independencia del régimen de su relación de servicios. Cap. 52, pág. 1541; Vaspuesta Gastaminza, Eduardo María, *Suscripción sin antefirma de la aceptación cambiaria por representante de la sociedad librada: un problema con demasiadas soluciones.* Cap. 53, pág. 1603; Vega Pérez, Félix, *Protección de los acreedores en las sociedades de capital frente a los administradores.* Cap. 54, pág. 1643.

5. Consejo de Administración: Esteban Velasco, Gaudencio, *Participación de los trabajadores en la sociedad europea. ¿Más cerca de un compromiso político?* Cap. 55, pág. 1677; Martínez Sanz, Fernando, *Régimen interno y delegación de facultades en el Consejo de Administración de la sociedad anónima.* Cap. 56, pág. 1739; Olivencia Ruiz, Manuel, *El gobierno de las sociedades.* Cap. 57, pág. 1771; Paz-Ares Rodríguez, José Cándido, *El gobierno de las sociedades. Un apunte de política legislativa.* Cap. 58, pág. 1805; Roca Fernández-Castany, Juan Antonio, *La delegación de facultades por el Consejo de Administración en la sociedad anónima.* Cap. 59, pág. 1819.

6. Impugnación de acuerdos: Arroyo Martínez, Ignacio, *Reflexiones en torno al interés social.* Cap. 60, pág. 1845; Bustillo Saiz, María del Mar, *Legitimación de los organismos administrativos para impugnar acuerdos de la Junta General de Sociedades Anónimas del mercado financiero.* Cap. 61, pág. 1859; Gómez Porrúa, Juan Manuel, *La cláusula compromisoria estatutaria y su aplicabilidad a la impugnación de acuerdos sociales en las sociedades de capital.* Cap. 62, pág. 1925; Muñoz-Planas, José María/Muñoz Paredes, José María, *La impugnación de acuerdos de la Junta General mediante arbitraje.* Cap. 63, pág. 1977; Pérez de la Cruz Blanco, Antonio, *Cuestiones sobre acuerdos sociales: allanamiento a la demanda de impugnación; reconvenición y ratificación; efectos de su falta de inscripción.* Cap. 64, pág. 2031; Suárez González, Carlos, *Arbitraje y Derecho de sociedades.* Cap. 65, pág. 2041.

7. Contabilidad y auditoría: Boquera Matarredona, Josefina, *Aprobación de las cuentas anuales y derecho de información del socio en la sociedad anónima y en la sociedad de responsabilidad limitada.* Cap. 66, pág. 2069; Díaz-Moreno, Alberto, *Dudas, reflexiones y precisiones acerca del depósito de cuentas en soporte informático y a través de procedimientos telemáticos.* Cap. 67, pág. 2095; Galán Corona, Eduardo, *Notas en torno a la memoria abreviada de las cuentas anuales.* Cap. 68, pág. 2119; León Sanz, Francisco José, *La significación de la información contable y las modificaciones estructurales.* Cap. 69, pág. 2143; Llobregat Hurtado, María Luisa, *Activos y pasivos sobrevenidos.* Cap. 70, pág. 2187; Petit Lavall, María Victoria, *La responsabilidad civil del auditor de cuentas frente a terceros.* Cap. 71, pág. 2223.

8. Modificación de estatutos: Iglesias Prada, Juan Luis/Beltrán Sánchez, Emilio Miguel, *A propósito de la propuesta y del informe justificativo relativos a las modificaciones estatutarias: viejas y nuevas ideas*. Cap. 72, pág. 2247.

9. Aumento y reducción de capital: Espín Gutiérrez, Cristóbal, *La reintegración del capital*. Cap. 73, pág. 2279; Flaquer Riutort, Juan, *La exclusión del derecho de suscripción preferente en la sociedad anónima*. Cap. 74, pág. 2317; Ibáñez Jiménez, Javier W., *Sacrificio y coste social de la reasignación de derechos de compra de acciones en las ampliaciones de capital. Stockoptionis Tribuendi causa*. Cap. 75, pág. 2343; Massaguer, José, *Acerca de determinados aspectos de la reducción de capital en una sociedad anónima mediante reembolso a los accionistas que únicamente afecta a una parte de las acciones*. Cap. 76, pág. 2367; Ramos Gascón, Francisco Javier, *El usufructo de acciones y los aumentos de capital. El tratamiento jurídico y su trasfondo económico-financiero*. Cap. 77, pág. 2383; Sacristán Represa, Marcos, *El acuerdo de aumento de capital por cuantía determinable*. Cap. 78, pág. 2435.

10. Sociedades cotizadas: Alonso Ureba, Alberto/Palá Laguna, Reyes, *La posición común de la Unión Europea en materia de OPAS (hacia la generalización de un modelo de OPA obligatoria y total)*. Cap. 79, pág. 2471; Álvarez-Valdés y Valdés, Manuel, *Los Códigos de Buen Gobierno de las sociedades. El cumplimiento de las recomendaciones del Informe Olivencia*. Cap. 80, pág. 2517; Amesti Mendizábal, Christi, *Consideraciones sobre las especialidades de la auditoría de las sociedades cotizadas*. Cap. 81, pág. 2565; Ariño Ortiz, Gaspar/Ariño Sánchez, Rafael, *OPAs de exclusión, procedimiento administrativo y responsabilidad patrimonial de la Administración*. Cap. 82, pág. 2599; Cachón Blanco, José Enrique, *El régimen jurídico de la sociedad anónima cotizada en Bolsa de Valores, con especial referencia a la incidencia en el tema de las Leyes 37/1998, 50/1998 y 55/1999 y de otros desarrollos propios del mercado de valores*. Cap. 83, pág. 2625; Gambino, Agostino, *Apuntes sobre la reforma de sociedades de capitales no cotizadas en Italia*. Cap. 84, pág. 2683; García de Enterría, Javier, *¿Cabe formular una OPA bajo condición?*. Cap. 85, pág. 2691; Garrido García, José María, *La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil*. Cap. 86, pág. 2719; Gatti, Serafino, *La nuova disciplina italiana della rappresentanza del socio nell'assemblea delle società per azioni quotate in borsa*. Cap. 87, pág. 2753; Gómez-Jordana Moya, Íñigo, *La admisión a cotización de valores en el "nuevo mercado": antecedentes y régimen jurídico*. Cap. 88, pág. 2765; Martínez Flórez, Aurora, *Sobre los destinatarios de la prohibición de usar información privilegiada (artículo 81.2 de la Ley del Mercado de Valores española)*. Cap. 89, pág. 2807; Morles Hernández, Alfredo, *Los extremos de la polivalencia funcional de la sociedad anónima en el Derecho venezolano: de la sociedad cotizada a la sociedad de capi-*

tal insuficiente. Cap. 90, pág. 2843; Portellano Díez, Pedro, *Las oportunidades de negocio en el “Informe Olivencia” y en el Reglamento tipo de la CNMV*. Cap. 91, pág. 2865; Recalde Castells, Andrés Juan, *Los registros de accionistas creados por las sociedades anónimas cotizadas*. Cap. 92, pág. 2897; Tapia Hermida, Alberto Javier, *La Junta General de accionistas de la sociedad anónima cotizada*. Cap. 93, pág. 2917; Torrent, Armando, *Stock options en sociedades cotizadas y las recientes reformas legislativas*. Cap. 94, pág. 2959; Velasco San Pedro, Luis Antonio, *El gobierno de las sociedades cotizadas (corporate governance) en España: el Informe Olivencia*. Cap. 95, pág. 3003; Zurita Sáenz de Navarrete, Jaime, *Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores*. Cap. 96, pág. 3031.

III. SOCIEDAD DE RESPONSABILIDAD LIMITADA (en volúmenes III y IV)

1. En general: Fernández Ruiz, José Luis, *Algunas cuestiones sobre los efectos de la declaración de nulidad de la SRL*. Cap. 97, pág. 3093; Garrido de Palma, Víctor Manuel, *La sociedad de responsabilidad limitada en sus principios configuradores*. Cap. 98, pág. 3123.

2. Separación o exclusión del socio: Alfaro Águila-Real, Jesús/Campins Vargas, Aurora, *La liquidación del socio que causa baja como consecuencia de su separación o exclusión*. Cap. 99, pág. 3151; Rodríguez Ruiz de Villa, Daniel, *La separación del socio-administrador con capacidad de bloqueo en la Sociedad de Responsabilidad Limitada*. Cap. 100, pág. 3189.

3. Capital social y participaciones: Gispert Pastor, María Teresa, *Creación de participaciones privilegiadas y límite al poder de la mayoría establecido en el artículo 71 de la LSRL*. Cap. 101, pág. 3237; Guasch Martorel, Rafael, *El modelo estadounidense del tratamiento de los préstamos de socios: la doctrina de la “equitable subordination”*. Cap. 102, pág. 3253; Seco Caro, Enrique, *Desigualdad de las participaciones sociales en la Ley de 1995*. Cap. 103, pág. 3275; Viguera Rubio, José María/Augoustatos Zarco, Nikolás, *El derecho a examinar los documentos que sirven de soporte y de antecedente en las cuentas anuales en la sociedad de responsabilidad limitada (contribución al estudio del artículo 86.2 LSRL)*. Cap. 104, pág. 3323; Angulo Rodríguez, Luis, *En torno a la transmisión de las participaciones sociales en la Ley 2/1995, de 23 de marzo de sociedades de responsabilidad limitada*. Cap. 105, pág. 3365; Fernández-Tresguerres García, Ana, *El condominio y el usufructo sobre participaciones sociales. Un comentario de los artículos 35 y 36 de la Ley de Sociedades Limitadas*. Cap. 106, pág. 3389; Gallego Sánchez, Esperanza, *La trans-*

misión de participaciones con prestaciones accesorias vinculadas. Cap. 107, pág. 3463; Nieto Carol, Ubaldo, *La adquisición de participaciones propias.* Cap. 108, pág. 3523; Sastre Papiol, Sebastián, *El derecho de asunción preferente en la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada.* Cap. 109, pág. 3559; Troncoso Reigada, Mauricio, *Cláusulas restrictivas a la libre transmisibilidad y transmisión forzosa de acciones y participaciones de SL.* Cap. 110, pág. 3583.

4. Junta general: Martínez Nadal, Apolslònia, *La convocatoria de la Junta General en la sociedad de responsabilidad limitada.* Cap. 111, pág. 3629.

5. Aumento de capital: Lojendio Osborne, Ignacio, *La supresión del derecho de preferencia en el aumento de capital de la sociedad limitada.* Cap. 112, pág. 3661.

6. Contabilidad: Marina García-Tuñón, Ángel, *El derecho de examen de la contabilidad en la sociedad de responsabilidad limitada.* Cap. 113, pág. 3705.

IV. SOCIEDAD UNIPERSONAL (en volumen IV)

Añoberos Trías de Bes, Xavier, *La sociedad de responsabilidad limitada unipersonal pública.* Cap. 114, pág. 3745; Galán López, Carmen, *Algunas cuestiones en torno al régimen concursal de protección de los acreedores de las sociedades unipersonales (art. 128.2 de la LSRL).* Cap. 115, pág. 3771; Madriñán de la Torre, Ramón Eduardo, *La empresa unipersonal en el Derecho colombiano. Patrimonio de afectación o sociedad unipersonal.* Cap. 116, pág. 3815; Martí Sánchez, Nicolás, *El individuo sociedad (reflexiones sobre las sociedades unipersonales).* Cap. 117, pág. 3837; Martín Reyes, María de los Ángeles, *La irregularidad de la sociedad unipersonal: una propuesta de interpretación.* Cap. 118, pág. 3865; Piloñeta Alonso, Luis Manuel, *La sociedad unipersonal en sí y en sus relaciones con el socio único.* Cap. 119, pág. 3889.

V. SOCIEDADES ESPECIALES (en volúmenes IV y V)

Camacho de los Ríos, Javier, *Las sociedades de seguros. Su régimen de acceso al mercado español.* Cap. 120, pág. 3941; Cervera-Mercadillo, Víctor, *Las Sociedades de inversión mobiliaria de capital variable.* Cap. 121, pág. 3963; Conlledo Lantero, Fernando, *La emisión de acciones preferentes por sociedades bancarias españolas.* Cap. 122, pág. 3991; Fuertes López, Mercedes, *¿Jugarán las sociedades deportivas en la Bolsa?* Cap. 123, pág. 4019; Gómez Mendoza, María, *Algunas cuestiones en materia de participaciones de las sociedades de garantía recíproca.* Cap. 124, pág. 4039; González-Varas

Ibáñez, Santiago, *Mercado y regulación pública en el sector eléctrico*. Cap. 125, pág. 4063; Lete Achirica, Carlos, *Las uniones temporales de empresas y las sociedades de capital-riesgo en el Derecho tributario español*. Cap. 126, pág. 4099; Madrid Parra, Agustín, *Régimen societario del capital-riesgo (Ley 1/1999)*. Cap. 127, pág. 4131; Pagador López, Javier, *La denominación de las sociedades laborales*. Cap. 128, pág. 4205; Palá Laguna, Reyes, *Fórmulas renovadas de financiación de la PYME: algunos aspectos del régimen jurídico de las sociedades de garantía recíproca*. Cap. 129, pág. 4231; Pulgar Ezquerra, Juana, *La caracterización societaria de los fondos de inversión mobiliaria*. Cap. 130, pág. 4261; Quijano González, Jesús, *La sociedad anónima europea*. Cap. 131, pág. 4285; Rico Arévalo, Belén, *Tratamiento del régimen de responsabilidad de las sociedades gestoras de fondos de inversión*. Cap. 132, pág. 4341; Ruiz Peris, Juan Ignacio, *Breves reflexiones en materia de sociedades laborales y acceso de los trabajadores a la propiedad de los medios de producción*. Cap. 133, pág. 4367; Santos Martínez, Vicente, *Sociedades laborales: implantación y renovación de una peculiar figura societaria*. Cap. 134, pág. 4379; S. Stiglitz, Rubén, *Sociedades de seguro. Naturaleza. Funciones. Deberes y responsabilidades*. Cap. 135, pág. 4467; Tirado Suárez, Francisco Javier, *La relación mutualista-asegurado en el Derecho del seguro vigente*. Cap. 136, pág. 4481; Vérguez Sánchez, Mercedes, *Breves reflexiones sobre las llamadas sociedades de profesionales*. Cap. 137, pág. 4507; Vicent Chuliá, Francisco, *Organización jurídica de la sociedad familiar*. Cap. 138, pág. 4529.

VI. SOCIEDAD COOPERATIVA (en volumen V)

Alfonso Sánchez, Rosalía, *La cooperativa de segundo grado como tipo legal de sociedad cooperativa*. Cap. 139, pág. 4753; Cuñat Edo, Vicente, *La remoción del Consejo Rector en las cooperativas. Reflexiones sobre unas diferencias*. Cap. 140, pág. 4605; García-Pita y Lastres, José Luis, *Las cooperativas de crédito, en la Lei n.º 5/1998, do 18 de decembro, de Cooperativas de Galicia*. Cap. 141, pág. 4641; Morillas Jarillo, María José, *El ámbito de aplicación de las leyes de sociedades cooperativas*. Cap. 142, pág. 4745; Rodríguez Artigas, Fernando, *Transformación de sociedades cooperativas*. Cap. 143, pág. 4813; Suso Vidal, José María, *El control en la transformación de las cooperativas en sociedades anónimas y limitadas*. Cap. 144, pág. 4853.

VII. TRANSFORMACIÓN, FUSIÓN Y ESCISIÓN (en volumen V)

Alonso Espinosa, Francisco José, *El proyecto de escisión de sociedades anónimas*. Cap. 145, pág. 4881; Alonso Ledesma, Carmen, *Algunas consideraciones en torno a la sucesión universal como rasgo caracterizador de la segre-*

gación frente a la aportación de rama de actividad. Cap. 146, pág. 4927; Aurioles Martín, Adolfo, *Transformación de sociedad de responsabilidad limitada en sociedad civil (de nuevo sobre el Registro Mercantil y el “extrañamiento” de la sociedad civil)*. Cap. 147, pág. 4963; Cortés, Luis Javier/Pérez Troya, Adoración, *El derecho de oposición de los acreedores a la fusión de sociedades (art. 243 LSA)*. Cap. 148, pág. 4981; Gómez Segade, José Antonio, *Algunas notas preliminares (y elementales) sobre la fusión*. Cap. 149, pág. 5027; Largo Gil, Rita, *La modificación del proyecto de fusión por los socios*. Cap. 150, pág. 5041; Sánchez Miguel, María Candelas, *Las fusiones transfronterizas y el Derecho de la competencia*. Cap. 151, pág. 5083.

VIII. DISOLUCIÓN Y LIQUIDACIÓN (en volumen V)

Botana Agra, Manuel, *Liquidación del activo y del pasivo sobrevenidos en la sociedad de responsabilidad limitada*. Cap. 152, pág. 5123; Font Ribas, Antoni, *La disolución de pleno derecho como sanción: algunos problemas prácticos*. Cap. 153, pág. 5147; Sánchez Álvarez, Manuel María, *La liquidación y el liquidador*. Cap. 154, pág. 5173; Sequeira Martín, Adolfo, *La reactivación de una sociedad anónima en liquidación a la luz del nuevo Reglamento del Registro Mercantil*. Cap. 155, pág. 5209.

IX. GRUPOS DE SOCIEDADES Y UNIONES DE EMPRESAS (en volumen V)

Cano López, Alfonso, *El fenómeno de las uniones de empresas en el ámbito de la economía social: los grupos de sociedades laborales*. Cap. 156, pág. 5229; Díaz Ruiz, Emilio, *La emisión de obligaciones por parte de las Agrupaciones de Interés Económico*. Cap. 157, pág. 5281; Duque Domínguez, Justino F., *El concepto de grupo de sociedades y su desarrollo en el Derecho español*. Cap. 158, pág. 5303; Embid Irujo, José Miguel, *El contrato de constitución del grupo en el Derecho español*. Cap. 159, pág. 5323; Fernández de Araoz Gómez-Acebo, Alejandro, *Grupos de empresas de base contractual y Derecho de la competencia*. Cap. 160, pág. 5357; Paniagua Zurera, Manuel, *Las uniones temporales de empresarios*. Cap. 161, pág. 5425; Ruiz-Rico Ruiz, Catalina, *La autocontratación en el grupo de sociedades*. Cap. 162, pág. 5443; Sánchez-Calero Guilarte, Juan, *Breves reflexiones sobre el concepto de grupo en el artículo 4 LMV*. Cap. 163, pág. 5465.

X. DERECHO PENAL ECONÓMICO Y DELITOS SOCIETARIOS (en volumen V)

Bajo Fernández, Miguel, *El error de prohibición en el Derecho penal económico*. Cap. 164, pág. 5489; Cobo del Rosal, Manuel, *Esquema jurídico-penal*

para la protección penal de los derechos de información, participación y suscripción preferente en las sociedades. Cap. 165, pág. 5497; Torío López, Ángel, *Perspectivas civil y penal del Derecho de daños.* Cap. 166, pág. 5519.

XI. VARIA (en volumen V)

Esplugues Mota, Carlos, *Recientes desarrollos en torno al reconocimiento en España de los concursos iniciados en el extranjero.* Cap. 167, pág. 5535; Fairén Guillén, Víctor, *Nota sobre la interpretación analógica de las normas procesales.* Cap. 168, pág. 5553; Jiménez de Parga, Rafael, *El comercio electrónico (¿seguridad jurídica?).* Cap. 169, pág. 5565.

Esta nota ha de limitarse a la reseña de los trabajos que componen los cinco volúmenes de la obra, sin poder detenernos en su contenido. Pero sí es justo destacar que nos hallamos ante una aportación de primer orden por parte de nuestra doctrina mercantilista al Derecho de Sociedades Mercantiles y un merecido homenaje a la amplia labor que en este campo y en otros ha efectuado, y afortunadamente sigue realizando, el profesor Sánchez Calero.

Alberto Javier Tapia Hermida

ÍNDICE GENERAL DEL AÑO 2002

	N.º de Revista	Página
ARTÍCULOS		
— La carta de crédito contingente. The Standby Letter of Credit. (Usos internacionales relativos a los créditos contingentes, ISP 98. Reglas 590 de la Cámara Comercio Internacional). <i>M.ª del Pilar Perales Viscasillas</i>	7	85
— La transformación de las cajas de ahorros operada en el ámbito comunitario. <i>Rafael Rojo Álvarez-Manzaneda</i>	123	85
— Riesgo legal de la financiación y límites a la autonomía de la voluntad del financiado en los contratos bancarios (leasing mobiliario e hipoteca inmobiliaria). <i>Manuel Chamorro Posada</i>	185	85
— La responsabilidad de los analistas de inversiones. <i>Raúl Bercovitz Álvarez</i>	7	86
— La regulación de las “stock options” en el Derecho español desde una perspectiva iusprivatista: especial estudio del Real Decreto 1370/2000, de 19 de julio. <i>Catalina Ruiz-Rico Ruiz</i>	55	86
— La cuenta corriente y la transferencia bancaria (Observaciones a sus aspectos más discutidos). <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	103	86
— La Circular 3/2001 del Banco de España y los contratos bancarios electrónicos. <i>Rafael Mateu de Ros y Mónica López-Monís Gallego</i>	7	87

	N.º de Revista	Página
— Stock options (opciones sobre acciones) y planes de stock options dirigidos a los trabajadores (employee stock options plans - ESOPs). <i>Antonio Tapia Hermida y Antonio D. Tapia Frade</i>	43	87
— La ejecución del art. 1872 del Código Civil, la subasta notarial y el pacto comisorio. <i>Abel Benito Veiga Capo</i> .	139	87
— La independencia del auditor y la <i>multidisciplinary practice</i> . <i>M.ª Victoria Petit Lavall</i>	7	88
— Algunas consideraciones de urgencia sobre la independencia del auditor. <i>Christi de Amesti Mendizábal</i>	47	88
— El ámbito objetivo del mercado de valores: delimitación del concepto “valor negociable” tras la introducción del concepto “instrumento financiero” y aproximación a este último. <i>Nieves López Santana</i>	75	88

CRÓNICA

— Anteproyecto de ley financiera. <i>Emilio Díaz Ruiz</i>	217	85
— Alcance de la aprobación del Reglamento Comunitario de aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad a las Sociedades Cotizadas. <i>Fernando Sánchez Calero</i>	141	86
— Las grandes posibilidades del suplemento informático en la circulación electrónica de la letra de cambio trunca (Opción por un concepto amplio de suplemento o prolongación). <i>Antonino Vázquez Bonome</i>	159	86
— El traslado del domicilio social dentro de la CE: Nuevos criterios legislativos y jurisprudenciales. <i>Carmen Vaquero López</i>	203	86

	N.º de Revista	Página
— Comercio eficiente de acciones a término: término feliz de un proceso multisecular. <i>Javier W. Ibáñez Jiménez</i>	201	87
— La capitalización de los intereses para el devengo de intereses moratorios en la constitución de la hipoteca. <i>Manuel Chamorro Posada</i>	235	87
— El buen gobierno de las sociedades en Europa. <i>Carmen Alonso Ledesma</i>	129	88
— El plan de acción de servicios financieros (PASF) como instrumento de integración para la consecución del Mercado Financiero Único. <i>María Jesús Peñas Moyano</i>	159	88
— Contribución de la CNUDMI a la unificación del derecho que rige la financiación mediante cesión de créditos: la Convención de las Naciones Unidas sobre la Cesión de Créditos en el Comercio Internacional. <i>Spiros V. Bazinas</i>	181	88

JURISPRUDENCIA

— Infracción del deber de promover una oferta pública de adquisición de acciones y el juego de la suspensión de derechos. <i>M.ª De La Sierra Flores Doña</i>	249	85
— Cuenta corriente bancaria. Cláusula abusiva económica. <i>María Candelas Sánchez Miguel</i>	261	85
— La falsedad documental y el crédito documentario. <i>María Jesús Guerrero Lebrón</i>	231	86
— Responsabilidad del Registrador de la Propiedad por errores y omisiones en el contenido de una nota simple informativa. <i>Andrés Domínguez Luelmo</i>	251	86
— El Tribunal Supremo anula buena parte del Reglamento del Registro de condiciones generales. <i>Jesús Alfaro Águila-Real</i>	247	87

	N.º de Revista	Página
— Admisibilidad de cláusula estatutaria fijando plazos desiguales de duración del cargo de consejero en sociedades cotizadas (A propósito de la RDGRN de 26 de marzo de 2002). <i>M.ª Teresa Martínez Martínez</i>	267	87
— Carácter abusivo de la cláusula de redondeo exclusivamente al alza en los contratos de préstamo hipotecario a tipo de interés variable. <i>Andrés Domínguez Luelmo</i>	209	88

NOTICIAS

— La reforma del Régimen de los Planes y Fondos de Pensiones por la Ley 24/2001, de Acompañamiento a la de Presupuestos Generales del Estado para 2002. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	285	85
— Informe del <i>Takeover Panel</i> sobre el ejercicio 2000-2001. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	289	85
— Los establecimientos de cambio de moneda: la Circular 5/2001, del Banco de España. <i>Alberto J. Tapia Hermida</i>	291	85
— Aprobada la modificación de la Directiva sobre el blanqueo de capitales. <i>Cristóbal Espín Gutiérrez</i> .	294	85
— Sobre la función del Servicio de Reclamaciones del Banco de España. <i>Christi Amesti Mendizábal</i> ...	299	85
— ¿Tienen los socios de una SIMCAV que presentar el resumen anual de retenciones e ingresos a cuenta? <i>Francisco Martín-Caro</i>	300	85
— Decisión de la Comisión con respecto al Reglamento relativo a la notificación y traslado de documentos en materia civil o mercantil. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i> .	303	85

	N.º de Revista	Página
— Suplemento sobre créditos documentarios electrónicos de la Cámara de Comercio Internacional (noviembre 2001). <i>María Jesús Guerrero Lebrón</i>	303	85
— Iniciativa legislativa en defensa de los intereses de los consumidores y usuarios. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i> .	306	85
— El Régimen Reglamentario del Sistema de Indemnización de los Inversores. <i>Alberto J. Tapia Hermida</i>	307	85
— Actualización del régimen de recursos propios y supervisión consolidada. <i>Christi Amesti Mendizábal</i>	311	85
— Posición común relativa al Reglamento sobre pagos transfronterizos en euros. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i> .	311	85
— Trabajos de UNCITRAL en materia de operaciones garantizadas. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i>	279	86
— Nueva regulación de los fondos de titulización de activos para favorecer la financiación empresarial: la Orden de 28 de diciembre de 2001. <i>Alberto J. Tapia Hermida</i>	280	86
— Comentarios a la Decisión Marco del Consejo sobre el fortalecimiento de la protección, por medio de sanciones penales y de otro tipo, contra la falsificación de moneda. <i>Joaquín Rodríguez Miguel Ramos</i>	283	86
— Introducción a las Modificaciones Relevantes al artículo 9 del <i>Uniform Commercial Code</i> . <i>José Antonio Morán Hinojar</i>	285	86
— El Proyecto de Ley de Servicios de la Sociedad de la Información y de Comercio Electrónico. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	290	86
— Documento de la CNMV sobre las empresas de servicios de inversión. <i>Christi Amesti Mendizábal</i> . . .	293	86
— Numeración de las Órdenes Ministeriales. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	293	86

	N.º de Revista	Página
— La <i>Securities Exchange Commission (SEC)</i> estadounidense inicia una investigación oficial sobre las prácticas de los analistas de inversión y los potenciales conflictos de interés que afectan a su actividad. <i>Raúl Bercovitz Álvarez</i>	294	86
— Nueva regulación de las aportaciones a los fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito. Las Ordenes ECO de 14 de febrero de 2002. <i>Alberto J. Tapia Hermida</i>	296	86
— Novedades legislativas en materia de Derecho de la competencia. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> .	297	86
— El “saldo cero” y los ficheros de prestación de servicios de información sobre solvencia patrimonial y crédito. <i>Santiago García Izquierdo</i>	297	87
— Código de Conducta de los miembros del Consejo de Gobierno del BCE. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i> ..	305	87
— Recomendación comunitaria en materia de independencia del auditor. <i>Christi Amesti Mendizábal</i> ...	306	87
— Sometidas a información pública dos Normas Técnicas de auditoría sobre hechos posteriores y relación entre auditores. <i>Christi Amesti Mendizábal</i>	308	87
— Decisión del Conseil Constitutionnel francés, a propósito de la viabilidad del folleto informativo redactado en lengua extranjera. <i>Reyes Palá Laguna</i>	310	87
— New York Stock Exchange: propuestas de reforma de las sociedades cotizadas. <i>Irantzu Irastorza Martínez</i> .	314	87
— Gran Bretaña: impulso gubernamental a la revisión del papel de los consejeros independientes. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	324	87
— Propuesta de modificación de la Primera Directiva en materia de sociedades. <i>Christi Amesti Mendizábal</i>	327	87

	N.º de Revista	Página
— Nuevas directivas sobre los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	328	87
— Ilícitud del desarrollo reglamentario de las actividades publicitarias de las Cajas de Ahorros en Andalucía. <i>Alfredo Meneses Vadillo</i>	332	87
— Los trabajos de la comisión europea, “Solvencia I” y “Solvencia II”, en materia de entidades aseguradoras. <i>Lorena Ramírez Otero</i>	241	88
— Proyecto de Ley de Reforma de la Ley de Ordenación del Comercio Minorista. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	249	88
— Publicación de la Memoria del Servicio de Reclamaciones del Banco de España correspondiente a 2001. <i>Alfonso Guilarte</i>	251	88
— El Proyecto de Ley de Sociedad Limitada Nueva Empresa. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i>	252	88
— <i>Sarbanes-Oxley Act</i> , un paso adelante en la reforma regulatoria de las sociedades cotizadas norteamericanas. <i>Irantzu Irastorza</i>	254	88
— Novedades legislativas en materia de firma digital. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	261	88
— Francia: nueva regulación del voto de los accionistas no residentes en sociedades cotizadas. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	263	88
— Propuesta de modificación de la Directiva 68/151/CEE sobre información de ciertas empresas. <i>María Candelas Sánchez Miguel</i>	265	88
— Creación del nombre de dominio “.EU”. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	267	88
— Propuesta de modificación de las Directivas sobre cuentas anuales. <i>María Candelas Sánchez Miguel</i> .	267	88

	<u>N.º de Revista</u>	<u>Página</u>
— Francia: nuevo Reglamento de la Comisión de operaciones bursátiles sobre ofertas públicas de adquisición. <i>Alberto J. Tapia Hermida</i>	270	88
— Trabajos de UNCITRAL sobre el desarrollo del comercio electrónico y los instrumentos internacionales relativos al comercio internacional. <i>Jaime Baillo Morales Arce</i>	272	88
— Aprobación de la Directiva sobre Comercialización a distancia de servicios financieros. <i>Pablo de Olavide</i> .	273	88