

ÍNDICE

Página

ARTÍCULOS

- La Circular 3/2001 del Banco de España y los contratos bancarios electrónicos. *Rafael Mateu de Ros y Mónica López-Monís Gallego* . 7
- Stock options (opciones sobre acciones) y planes de stock options dirigidos a los trabajadores (employee stock options plans - ESOPs). *Antonio Tapia Hermida y Antonio D. Tapia Frade* . . 43
- La ejecución del art. 1872 del Código Civil, la subasta notarial y el pacto comisorio. *Abel Benito Veiga Capo* 139

CRÓNICA

- Comercio eficiente de acciones a término: término feliz de un proceso multiseccular. *Javier W. Ibáñez Jiménez* 201
- La capitalización de los intereses para el devengo de intereses moratorios en la constitución de la hipoteca. *Manuel Chamorro Posada* 235

JURISPRUDENCIA

- El Tribunal Supremo anula buena parte del Reglamento del Registro de condiciones generales. *Jesús Alfaro Águila-Real* 247
- 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). *M.ª Teresa Martínez Martínez* 267

NOTICIAS

1.	El “saldo cero” y los ficheros de prestación de servicios de información sobre solvencia patrimonial y crédito. <i>Santiago García Izquierdo</i>	297
2.	Código de Conducta de los miembros del Consejo de Gobierno del BCE. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i>	305
3.	Recomendación comunitaria en materia de independencia del auditor. <i>Christi Amesti Mendizábal</i>	306
4.	Sometidas a información pública dos Normas Técnicas de auditoría sobre hechos posteriores y relación entre auditores. <i>Christi Amesti Mendizábal</i>	308
5.	Decisión del Conseil Constitutionnel francés, a propósito de la viabilidad del folleto informativo redactado en lengua extranjera. <i>Reyes Palá Laguna</i>	310
6.	New York Stock Exchange: propuestas de reforma de las sociedades cotizadas. <i>Irantzu Irastorza Martínez</i>	314
7.	Gran Bretaña: impulso gubernamental a la revisión del papel de los consejeros independientes. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i> ...	324
8.	Propuesta de modificación de la Primera Directiva en materia de sociedades. <i>Christi Amesti Mendizábal</i>	327
9.	Nuevas directivas sobre los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> .	328
10.	Ilicitud del desarrollo reglamentario de las actividades publicitarias de las Cajas de Ahorros en Andalucía. <i>Alfredo Meneses Vadillo</i> .	332

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía	337
--------------------	-----

ARTÍCULOS

LA CIRCULAR 3/2001 DEL BANCO DE ESPAÑA Y LOS CONTRATOS BANCARIOS ELECTRÓNICOS

RAFAEL MATEU DE ROS

*Abogado del Estado (exc.)
Secretario General y del Consejo
de Administración de Bankinter, S.A.*

MÓNICA LÓPEZ-MONÍS GALLEGO

*Abogado del Estado (exc.)
Directora de la Asesoría Jurídica y Fiscal
de Bankinter, S.A.*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN: ÁMBITO DE LA CIRCULAR 3/2001 EN RELACIÓN CON LA CONTRATACIÓN BANCARIA.
- II. INFORMACIÓN INSTITUCIONAL EN LAS PÁGINAS WEB.
- III. INFORMACIÓN GENERAL EN LAS PÁGINAS WEB.
- IV. LA CELEBRACIÓN DEL CONTRATO BANCARIO ELECTRÓNICO.
- V. ENTREGA DE DOCUMENTOS CONTRACTUALES Y OTROS DOCUMENTOS PRECEPTIVOS.
- VI. SIGNIFICADO DE LA EXPRESIÓN “JUSTIFICACIÓN ESCRITA” DE LA CONTRATACIÓN ELECTRÓNICA.
- VII. POSIBILIDAD DE RENUNCIA EXPRESA Y DE CONSENTIMIENTO TÁCITO EN RELACIÓN CON EL DERECHO DE ELECCIÓN DEL CLIENTE.

RDBB núm. 87 / Julio-Septiembre 2002

- VIII. CONCEPTO DE SOPORTE ELECTRÓNICO DURADERO.
 - IX. CONSERVACIÓN DEL RECIBÍ DEL CLIENTE EN SOPORTE DURADERO.
 - X. COMUNICACIONES INDIVIDUALIZADAS.
 - XI. PUBLICIDAD.
 - XII. CONTRATACIÓN TELEFÓNICA.
 - XIII. CONTRATACIÓN A TRAVÉS DE TELEFONÍA MÓVIL AUTOMÁTICA.
-

I. INTRODUCCIÓN: ÁMBITO DE LA CIRCULAR 3/2001 EN RELACIÓN CON LA CONTRATACIÓN BANCARIA

La Circular 3/2001, de 24 de septiembre, a Entidades de Crédito, introduce importantes modificaciones en la Circular 8/1990, de 7 de septiembre, del Banco de España, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela, novedades que afectan fundamentalmente a tres aspectos: información y contratación electrónica, desarrollo de la Orden Ministerial de 16 de noviembre de 2000 relativa a la Ley 9/1999, de 12 de abril, sobre transferencias interbancarias entre Estados miembros de la Unión Europea (condiciones generales, información, condiciones de valoración, liquidación, ...) y, finalmente, sustitución de la peseta por el euro en los folletos de tarifas.

En el presente estudio nos referiremos de manera especial a las normas que afectan a la prestación de servicios bancarios a través de Internet. En general, se trata de reglas favorables que delimitan un marco bastante flexible de actuación —en la misma línea que el precedente constituido por la carta del Banco de España de 2 de febrero de 2000— y que no van a suponer para las entidades de crédito alteraciones sustanciales en los contenidos de las páginas *web* ni en los procedimientos operativos de información y de contratación. Como es habitual en las normas de transparencia bancaria, éstas se aplican a todos los clientes de las entidades de crédito, tanto empresas como particulares, y el ámbito de las mismas se delimita en un sentido objetivo, afectando tanto a las entidades *on line* como a las que desarrollan una actividad mixta o multicanal.

La importancia de la Circular 3/2001, un texto normativo de buena factura, deriva del hecho de que se trata de una de las primeras disposiciones que adaptan las normas jurídicas sobre obligaciones y contratos, en lo que se refiere a la prestación de servicios financieros, al nuevo medio de contratación constituido por Internet, anticipando para el sector financiero la regulación sobre reconocimiento y facilitación de la contratación electrónica introducida en nuestro ordenamiento jurídico a través de la Ley de Servicios de la Sociedad de la Informa-

ción y de Comercio Electrónico ⁽¹⁾. La Circular, por un lado, cubre algunas lagunas del ordenamiento y, por otro, adelanta soluciones normativas que posiblemente se extiendan a otros sectores en el futuro, sin que ello implique la necesaria identidad entre esas soluciones y las normas que en su día entren en vigor ni, por ende, evite que la Circular haya de ser adaptada a las mismas en un futuro ⁽²⁾.

Es importante subrayar que la Circular 3/2001, como la Circular 8/1990 a la que modifica, se sitúa, dentro del proceso o *iter* contractual, en un instante

(1) La Ley de Servicios de la Sociedad de la Información y del Comercio Electrónico (en adelante: LSSI), Ley 34/2002, de 11 de julio, ha sido publicada cuando el presente estudio se encontraba finalizado y en fase de corrección de pruebas. Hemos procedido a adaptarlo a la nueva ley en sus aspectos esenciales. La LSSI entra en vigor el 12 de octubre de 2002.

(2) La Circular 3/2001 no cuenta con una disposición similar o paralela en el campo de la contratación telemática en los mercados de valores y en el sector asegurador que, sobre todo en el primero de estos ámbitos, está muy extendida y ha adquirido un volumen y una significación incluso superior a la de los contratos estrictamente bancarios. De hecho, el área de negocio que ha experimentado mayor crecimiento en los Bancos *on-line* es la contratación de valores y de fondos de inversión a través de los *brokers on-line*. Sin embargo, y aparte de algún proyecto de Circular de la CNMV que no llegó a concretarse, y del elevado nivel de conocimiento sobre el funcionamiento del sector que la CNMV ha adquirido a través de cuestionarios, visitas, informes y presentaciones, lo cierto es que aún no existe en el Derecho del Mercado de Valores español una regulación comparable a la de la Circular 3/2001 del Banco de España. La normativa anterior al desarrollo de la contratación electrónica de valores es, en cualquier caso, suficiente para dar una cobertura normativa básica a estas operaciones (a este punto me he referido en “El consentimiento electrónico en los contratos bancarios”, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, julio-septiembre 2000, pp. 45 y ss. y en “El consentimiento y el proceso de contratación electrónica”, en la obra colectiva *Derecho de Internet. Contratación electrónica y firma digital*, Aranzadi, 2000).

Como aportación interesante de la doctrina de la CNMV, al conocer y resolver reclamaciones de clientes e inversores en los mercados de valores, mencionaremos el criterio de “asunción del riesgo propio del medio”, cuyo significado, en síntesis, consiste en que el cliente que ordena una operación de valores en Internet asume los riesgos típicos y específicos de ese canal, por ejemplo los correlativos a la estabilidad tecnológica del soporte o de la sesión abierta en Internet dentro de la cual se genera la orden electrónica o a los retrasos que por motivo de horarios de funcionamiento de los mercados electrónicos o por otras causas puedan producirse. Como señalan algunas resoluciones de la CNMV, “*el cliente, de acuerdo a las posibilidades técnicas y legales que plantee cada entidad, es libre de utilizar aquel medio que más favorezca sus intereses a la hora de mantener relaciones o llevar a cabo operaciones financieras, sin perjuicio de que sus circunstancias personales deban condicionar la actitud de la entidad financiera (...)* El posible quebranto económico que (el cliente) haya podido sufrir en concepto de comisiones no se debe, en nuestra opinión, a una actitud negligente o interesada de la entidad, (...) el retraso en el abono en cuenta de los títulos que le fueron adjudicados en la OPV no fue responsabilidad directa de la entidad (...), sino que se debió a problemas técnicos que se plantearon en dicho proceso...”.

El criterio expuesto guarda estrecha vinculación con determinados aspectos de la teoría de la responsabilidad civil extracontractual y de la compensación de intereses, que no es factible abordar dentro de los límites del presente estudio, pero para los cuales remitimos al lector a la monografía de Luis Díez-PICAZO *Derecho de daños* (Civitas, 1999).

ulterior a la formalización del contrato, porque lo que interesa al regulador no es interferir en la estructura jurídico-privada del procedimiento de celebración del contrato mercantil, sino tutelar los derechos de información de la clientela. No obstante, la nueva Circular, quizás por influencia de la Directiva

Debemos citar, en cualquier caso, el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre régimen jurídico de las empresas de inversión, cuyo artículo 14.1. f), al establecer los requisitos para que una entidad obtenga y conserve su autorización como empresa de servicios de inversión —categoría que engloba a sociedades de valores, agencias de valores y sociedades gestoras de carteras— incluye entre los mismos el de “*contar con una buena organización administrativa y contable, medios técnicos y humanos adecuados con relación a su programa de actividades, así como con procedimientos de control interno y de seguridad en el ámbito informático que garanticen la gestión sana y prudente de la entidad*”. Y añade lo siguiente: “*cuando la entidad pretenda prestar servicios por medios telemáticos deberá disponer de los medios adecuados para garantizar la seguridad, confidencialidad, fiabilidad y capacidad del servicio prestado y para el adecuado cumplimiento de las normas sobre blanqueo de capitales, de conducta, de control interno y de evaluación de riesgos y para el correcto desarrollo de las normas de supervisión e inspección*” de la CNMV.

La perspectiva regulatoria del RD 867/2001 en relación con los servicios financieros telemáticos —válida también, en parte, para las entidades de crédito en la medida en que éstas ejercen actividades de empresas de servicios de inversión: artículo 5.1 RD 867/2001— es particularmente interesante porque en cierto aspecto complementa la del Banco de España; si la Circular 3/2001, circunscrita a la esfera propia de la Circular anterior a la que modifica (la Circular 8/1990), se centra en el cumplimiento por las entidades de determinados deberes de información *ex ante* y *ex post* a la celebración del contrato, todo ello en términos coincidentes en lo sustancial con la Directiva 2000/31 y la actual LSSI, el RD 867/2001, sin penetrar tampoco en el territorio del Derecho privado y de los principios que rigen la formación, perfección y ejecución de los contratos, se sitúa en un nivel más elevado, propio de su rango normativo superior al de la Circular, y diseña un esquema de criterios generales de seguridad telemática que bien pueden ser predicados de todas las modalidades de contratos bancarios y financieros celebrados a través de Internet.

En cualquier caso, insistimos en que la ausencia de una normativa sobre contratación electrónica de valores no ha sido óbice para el desarrollo alcanzado por el mercado de la contratación *on-line* de valores en sus diferentes modalidades: aumentos de capital, OPVs, OPSs, emisiones de obligaciones y bonos, warrants, instrumentos financieros, participaciones en fondos de inversión, etc.

Tal vez, el reciente Proyecto de Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (texto de 24 de junio de 2002, remitido por el Congreso al Senado), en el que se prevé alguna referencia general a la contratación electrónica, tanto bancaria como de valores y seguros, pueda constituir la oportunidad legislativa para abordar los criterios generales de seguridad y cumplimiento normativo que deben respetarse en las operaciones telemáticas, aunque en realidad la LSSI, junto a los desarrollos incorporados a normas de supervisión y disciplina, podrían ser suficientes para que las operaciones financieras electrónicas se realicen dentro de un marco flexible y seguro a la par. El artículo 20 del referido Proyecto contiene una habilitación formulada en términos de enorme amplitud para que la Administración pueda “*regular las especialidades de la contratación de servicios bancarios de forma electrónica con arreglo a lo que establezcan las normas que, con carácter general, regulan la contratación por vía electrónica*” [nueva letra g) del apartado 2 del art. 48 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las entidades de crédito]. Una disposición similar se prevé respecto de la Ley del Mercado de Valores (Ley 24/1988, de 28 de julio: nuevo apartado 2 del artículo 79).

2000/31/CE, de 8 de junio de 2000, asume una perspectiva nueva cuales la de poner también su atención en la fase previa de información en la *web*, aunque sin entraren ningún caso en la regulación de la perfección y de la formalización del contrato.

A pesar de esa orientación que, de manera acertada, adopta el regulador, hubiera cabido la posibilidad de que el Banco de España, para garantizar un nivel teóricamente más intenso de protección del cliente, resucitara el concepto de “contrato-marco previo” en el seno de la contratación electrónica o que, siguiendo la pauta de la Ley de Condiciones Generales de la Contratación de 13 de julio de 1998 (art. 5.3, matizado luego por el RD 1906/1999) hubiera exigido una confirmación escrita obligatoria mediante remisión preceptiva del contrato escrito al cliente. Afortunadamente, la nueva Circular de 2001, al igual que la previa carta del Banco de España de 2000, elude ambas modalidades de limitación, una *ex ante* y otra *ex post*, de la eficacia del contrato electrónico (el contrato previo escrito de carácter obligatorio o la remisión forzosa de un contrato escrito ulterior), que, por lo demás, y a partir de la Directiva 2000/31/CE y de la LSSI, no podrían en ningún caso considerarse vigentes.

En efecto, la LSSI excluye de forma expresa la necesidad de acuerdo previo de las partes sobre utilización de medios electrónicos para que sea válida la celebración de los contratos telemáticos. Esta exclusión no resultaría redundante ya que determinadas normas de nuestro ordenamiento jurídico, como el art. 51 del Código de Comercio, podrían todavía interpretarse en el sentido de la exigencia de un contrato escrito previo como condición *sine qua non* para la validez del medio electrónico de contratación, aunque la interpretación recta de las mismas ha sido siempre la contraria. No se exige, pues, el llamado “acuerdo de intercambio” previo, característico del EDI, que hasta no hace mucho algunos autores insistían en defender como garantía del reconocimiento por las partes contratantes de la validez del medio “especial” utilizado para la celebración electrónica del negocio jurídico.

También debe ser objeto de valoración positiva que la Circular 3/2001 no supedita la validez del contrato bancario electrónico a la utilización de firma electrónica avanzada —aspecto al que nos referiremos más adelante— y que reconozca los dos principios básicos para el funcionamiento de la contratación electrónica: la identificación del contrato-documento electrónico con el contrato en documento escrito y la equiparación de la remisión/puesta a disposición telemática de la información con el envío o entrega de documentos escritos relativos a extractos, liquidaciones, comunicaciones, etc.

Además, como ya hemos apuntado, la Circular huye de la tentación de regular el fondo del contrato bancario electrónico (que, como debe ser, tiene su amparo directo en la Directiva y en la LSSI, así como en los principios generales de la contratación), así como de la de establecer, con ocasión de la referencia

al mismo, condiciones más limitativas que las generales en materia de identificación y alta de nuevos clientes por vía telemática o de introducirse en aspectos de seguridad informática (normas técnicas de encriptación de contenido, necesidad de firma electrónica avanzada para determinadas operaciones, etc.) que evidentemente excederían de la misma ⁽³⁾.

II. INFORMACIÓN INSTITUCIONAL EN LAS PÁGINAS WEB

Los Bancos que ofrezcan la posibilidad de realizar operaciones a través de Internet tienen que incluir en la dirección propia de la entidad y en posición *suficientemente destacada* la siguiente información:

- Denominación social completa y nombre comercial.
- Domicilio social completo.
- Naturaleza de entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España.
- Datos de inscripción en el Registro del Banco de España.

⁽³⁾ El precedente de la Circular 3/2001, de reforma de la Circular 8/1990, se encuentra en una carta del Director General de Regulación del Banco de España de fecha 1 de febrero de 2000 que, sin la fuerza normativa de Circular pero con un elevado grado de sensatez en su contenido, anticipó una serie de criterios prácticos de actuación para las entidades de crédito que operan en Internet. Siguiendo el antecedente de la Circular 3/1996, modificativa de la 8/1990, la citada carta pretende encontrar un punto de equilibrio entre la vigencia de un sistema efectivo de información general a la clientela, a través del contenido reglado del tablón de anuncios y del folleto de tarifas y condiciones de valoración que deben encontrarse en todas las oficinas bancarias a disposición de los clientes, y las necesidades derivadas de *“la aparición de formas de comunicación con la clientela que permiten la realización de operaciones sin la presencia física del cliente en las oficinas de la entidad”*, en concreto, a través de Internet, como *“medio que permite la realización a distancia de determinados contratos bancarios o de operaciones en el marco de esos contratos, al tiempo que puede ser usado como vía de difusión de publicidad sobre productos bancarios”*. En concreto, la carta, recomendaba a las entidades de crédito, como buena práctica bancaria, que incluyeran en su página de Internet, en la dirección propia de la entidad, las informaciones de obligatoria publicación en el tablón de anuncios y el folleto de tarifas y normas de valoración, y que estas informaciones figurasen en la página en posición suficientemente destacada, que atrayese la atención del cliente, de forma que su consulta fuera sencilla y gratuita, sin perjuicio del coste de la conexión. Asimismo, la carta preveía que en aquellos supuestos en que la Circular 8/1990 requiere la entrega de documentos contractuales, las entidades que realicen contratos por Internet harán llegar seguidamente a los clientes copias de los mismos y recordaba a las entidades que la publicidad de productos bancarios a través de este medio estaba sujeta a las mismas reglas de control administrativo que las realizadas a través de otros soportes o medios de comunicación.

III. INFORMACIÓN GENERAL EN LAS PÁGINAS WEB

Se debe incluir también, en posición suficientemente destacada y de forma que atraiga la atención del cliente potencial, la siguiente información:

- Informaciones de obligatoria inserción en el tablón de anuncios.
- Folleto de tarifas y normas de valoración.

Añade la Circular que la consulta de esta información debe ser accesible, sencilla y gratuita (sin perjuicio del coste de la conexión); la accesibilidad estará abierta al público en general (no pudiendo quedar restringida a los clientes de la entidad).

Los deberes de información general expuestos en este y en el precedente epígrafe se sitúan en la primera de las secuencias en las que puede descomponerse el proceso de contratación *on line*: la fase de información previa o precontractual, en la que se insertan los deberes del prestador de servicios de suministrar información sobre él mismo, sobre el producto o servicio objeto de oferta (precio y otras condiciones), sobre el propio clausulado jurídico del contrato (condiciones generales) y sobre el proceso de contratación (trámites o pasos del mismo, archivo de condiciones y acceso al mismo, posibilidad de corrección de errores e idioma de la contratación), según lo previsto en el art. 10 de la Directiva 2000/31 y en los artículos 10 y 27 de la LSSI.

La principal preocupación de la Directiva, en esta materia, preocupación que como es lógico se traslada a la Ley española, consiste en facilitar a los usuarios —principalmente a los consumidores— un nivel de información suficiente sobre la identidad del prestador de servicios de la Sociedad de la Información, el proceso técnico a través del cual se desarrolla la contratación, el registro y accesibilidad telemática de los contratos firmados electrónicamente, incluidas las condiciones generales de los mismos y el acuse de recibo inmediato de los pedidos realizados por vía electrónica. Todo ello en el marco del régimen de responsabilidad de los prestadores de servicios y de más previsiones regulatorias contenidas en la Directiva y en la LSSI (arts. 13 y ss.).

Por otro lado, la directriz antiformalista de la nueva Circular se combina con una especial preocupación por los elementos externos del diseño o presentación de los sitios o destinos de los Bancos en Internet, al destacar aspectos como la accesibilidad, la sencillez, la capacidad de atracción de los clientes, la posición destacada, etc. de los contenidos cuya inclusión resulta legalmente preceptiva en las páginas *web*. Se asoma aquí la Circular a una de las dimensiones más sugerentes del negocio jurídico telemático, la de la plasticidad, la de la importancia del continente o apariencia de los contratos, elemento que marca

una sustancial diferencia respecto de la contratación convencional, e incluso frente a otras modalidades de la contratación electrónica y de la contratación a distancia tradicional. Así como los contratos clásicos en documento escrito en soporte papel ofrecen los caracteres de textualidad (todo el negocio jurídico está reflejado y concentrado en el texto del documento), uniformidad (un lenguaje escrito común para todo el clausulado), unidad espacio-temporal y autocontención, los contratos que se celebran en Internet responden a factores de multimedia (suma de escritura, imágenes, gráficos y sonidos), secuencia abierta o continuada, lo que es más decisivo, de heterogeneidad o pluralidad de contenidos: el *weblog* se traduce en una colección de enlaces (URLs), en una memoria narrativa, asistemática e ilimitada ⁽⁴⁾.

IV. LA CELEBRACIÓN DEL CONTRATO BANCARIO ELECTRÓNICO

No es objeto de la Circular 3/2001 la regulación de la fase transaccional o proceso de declaración y manifestación de la voluntad de las partes contratantes y de intersección o intercambio recíproco del consentimiento. A esta segunda y decisiva secuencia del procedimiento de contratación pertenecen el acceso a las condiciones particulares de la operación en la correspondiente página o pantalla transaccional, la lectura, en su caso, de una página recapitulativa que resume al usuario las características específicas de su orden, mandato, pedido o declaración de voluntad antes de expresar el consentimiento electrónico y la cláusula de aceptación o manifestación de la voluntad de contratar propiamente dicha. En la Directiva 2000/31/CE y en la LSSI, las referencias normativas son, en este punto, y por respeto sin duda a la preferencia del Derecho sustantivo aplicable al contrato, mínimas e indirectas: art. 9 Directiva y arts. 23 y siguientes de la LSSI.

Por tanto, el contrato electrónico bancario, como cualquier otro contrato celebrado por vía electrónica, se perfecciona mediante la declaración de voluntad telemática, tal como reconoce la Directiva 2000/31, sin necesidad de acuerdo previo ni de ratificaciones o confirmaciones posteriores. Así lo reconoce la LSSI, artículos 23.2 (“*Para que sea válida la celebración de contratos por vía electrónica no será necesario el previo acuerdo de las partes sobre la utilización*

⁽⁴⁾ En la era de la creación y transmisión digital, el contenido (abierto y multiplicable a través de enlaces e hipervínculos) es menos importante que la “atención”. El atributo de “atención” (que viene a coincidir con lo que también se denomina “*stickiness*” o adherencia del usuario a la página *web*) es el “recurso escaso” en la “nueva economía” o “economía de la atención” según el término acuñado por Michael GOLDHABER (cit. por Javier CANDEIRA, “La *Web* como Memoria organizada”, en *Revista de Occidente* n.º 239, marzo 2001).

de medios electrónicos”) y 23.3 (“Siempre que la Ley exija que el contrato o cualquier información relacionada con el mismo conste por escrito, este requisito se entenderá satisfecho si el contrato o la información se contiene en un soporte electrónico”), precepto que refleja el principio de “equivalencia funcional directa”, es decir, equiparación plena sin que la eficacia jurídica del contrato electrónico esté condicionada a la entrega escrita del contrato ni a ninguna otra justificación documental del mismo ni al acuse de recibo del cliente.

La eficacia jurídica del contrato bancario electrónico no se encuentra supeditada, tampoco, a que las partes contratantes hayan sellado los mensajes constitutivos de las declaraciones de voluntad negociales a través de un sistema de firma electrónica en ninguna de sus modalidades ⁽⁵⁾.

⁽⁵⁾ La Directiva 2000/31/CE no se extiende al régimen de la firma electrónica, cuyo marco comunitario es objeto de otra Directiva, la 1999/93/CE, que ha sido incorporada al ordenamiento jurídico español por el Real Decreto-Ley 14/1999, de 17 de septiembre. De hecho, la Directiva 2000/31/CE (y lo mismo cabe decir de la LSSI) consagran la validez de los contratos celebrados por vía electrónica, con independencia del nivel de seguridad jurídica y de fuerza probatoria que acompañen a los mismos en función de que el responsable o los responsables de las declaraciones de voluntad constitutivas del negocio jurídico concertado por ese medio hayan utilizado o no un sistema de identificación y de garantía de la integridad del mensaje de datos susceptible de ser calificado como firma electrónica, simple o avanzada, en el sentido de la Directiva 1999/93 o, en nuestro caso, del Real Decreto-Ley 14/1999.

Sin embargo, y aunque como es obvio la Circular 3/2001 guarda escrupuloso silencio al respecto, las entidades de crédito que operan en Internet están utilizando ya este canal de relación para presentar a la clientela una oferta amplia de servicios y productos financieros, entre los que no sólo se encuentran las operaciones típicas de compraventa de valores, suscripción y reembolso de fondos de inversión, contratos bancarios de pasivo a la vista y a plazo, y servicios vinculados a la cuenta corriente (transferencias, trasposos, domiciliaciones, etc.), sino también operaciones de activo, como los préstamos y créditos, que, aparte de la información suministrada en la *web*, son a veces susceptibles de solicitud, e incluso de sanción o autorización *on line*, con posibilidad de disposición de fondos mediante provisión de los mismos en las cuentas del cliente, sin que éste, en ningún momento de ese proceso, haya tenido que desplazarse a una oficina, agencia o centro de la entidad. Este tipo de operaciones, que serán más usuales cuando se extienda la firma electrónica avanzada aunque pueden vivir sin la misma, resultan incompatibles, por motivos de límites, coste, rapidez y frecuencia, con la elevación a escritura pública del contrato de préstamo o crédito, por lo que siempre se han firmado en documento privado. Sería absurdo que la Ley de Crédito al Consumo —o cualquier otra ley mercantil que exija la forma documental obligatoria— impida la celebración telemática de operaciones como las indicadas, cuando además la LSSI va a rodear de una serie de garantías relevantes la prestación de servicios en Internet, amén de los requisitos adicionales a que está sometida la actividad financiera electrónica de acuerdo con la Circular 3/2001 que estamos comentando.

Esas leyes responden a una realidad social en la que ni siquiera se podía imaginar la existencia de un medio de contratación de las características de Internet. Una interpretación actualizada de dichas normas conduce a la conclusión de que la forma escrita obligatoria puede ser válidamente sustituida por el contrato electrónico que, a diferencia del verbal, deja un rastro indeleble de su realización en los registros informáticos del operador y, si éste ha cumplido los

Podríamos preguntarnos si los aspectos de visibilidad y accesibilidad de la información, en los que tanto insiste la Circular 3/2001, pueden generar consecuencias jurídicas que, más allá de esa dimensión externa en que operan, afecten a la forma de la declaración de la voluntad en el contrato electrónico. En nuestra opinión, se trata de soluciones de alcance técnico que sólo afectan al diseño, imagen y presentación de las pantallas de los sitios *web* de las entidades, lo que sin duda es muy importante por sí mismo, pero sin que comporten ni

deberes de información que la ley le impone y los derechos del cliente han sido debidamente respetados, ofrece una constancia probatoria equiparable, por no decir superior, a la del contrato privado en soporte papel. Pero, además, hay un argumento técnico-jurídico que sostiene sin fisuras la misma conclusión: a partir de la Directiva 2000/31 —y, en nuestro país, de la LSSI e incluso, en cierta medida, del vigente Real Decreto-Ley sobre firma electrónica— los contratos sujetos por ley a forma documental privada con carácter obligatorio no figuran entre las excepciones al principio de consentimiento electrónico que la Directiva admite. Por ende, y salvo en los supuestos en que el negocio jurídico de fondo pertenezca a alguno de los tipos a los que se pueden extender las referidas excepciones, el contrato electrónico queda eximido de la forma escrita preceptiva incluso si se trata de un contrato para el que la ley la establece (por ejemplo, los créditos mercantiles de importe superior a 25.000 e inferior a 3.000.000 de pesetas: art. 2 Ley 7/1995) y dejando a salvo aquellos contratos sujetos por ley a documento público constitutivo. El Real Decreto-Ley 14/1999, igual que la Directiva 1999/93 CE, de 13 de diciembre de 1999, otorga plenitud de eficacia jurídica (salvo prueba en contrario) a la denominada firma electrónica avanzada, pero sin imponer o exigir que el consentimiento electrónico, para ser válido en Derecho, tenga que venir rubricado por un sello de autenticidad que reúna los requisitos técnicos de esa modalidad de firma digital. Por ello, la propia disposición establece que la firma electrónica que no incorpore tales condiciones, no por ello se verá privada de efectos jurídicos, tanto en el orden sustantivo como en el procesal, si bien al no poder beneficiarse de la presunción de eficacia jurídica vinculada de modo exclusivo a la firma avanzada, la valoración judicial de la primera quedará sometida al régimen probatorio general de las leyes rituarias. Todavía podíamos añadir que las modalidades de consentimiento electrónico expresadas por medios distintos de la firma electrónica (avanzada o simple), es decir, a través de sistemas diferentes de la tecnología de la doble clave (pública y privada) asimétrica, también son válidas y eficaces en Derecho en la medida en que, en caso de conflicto entre las partes, la emisión del consentimiento electrónico pueda ser probada por cualquier medio jurídicamente apto. Esto es, las modalidades más simples de declaración telemática de la voluntad (como los sistemas de criptografía simétrica o unívoca, los mecanismos tradicionales de acceso o verificación de órdenes vía contraseña o clave simple, etc.) no están desterrados del mundo del Derecho de la contratación electrónica. Sencillamente, tendrán que enfrentarse a mayores problemas en el momento de la prueba de la celebración del contrato.

Por ello, cuando nos referimos a la validez del consentimiento electrónico, en sí y por sí mismo, a la viabilidad de que todos los actos, negocios y contratos puedan ser formalizados por vía telemática —salvo las excepciones legales— y al principio de antiformalismo, no hay que entender que la efectividad de esos principios dependa de la utilización por los operadores y usuarios de Internet de la firma electrónica avanzada o de la simple. Para el Derecho vale cualquier estructura tecnológica de emisión y comunicación del consentimiento electrónico, por primaria que resulte, siempre que se garanticen los derechos de los contratantes, se respeten las condiciones básicas previstas en la legislación sobre comercio electrónico y servicios de la Sociedad de la Información y quede un registro suficiente del acto o contrato telemático que pueda ser reproducido o comprobado, con garantías de fiabilidad, a la hora de alegar la existencia de la relación jurídica o del derecho de que se trate.

impongan soluciones o alternativas determinadas desde el punto de vista jurídico. La sencillez y la accesibilidad de la información a la que la Circular 3/2001 dota de carácter preceptivo no se oponen, en nuestra opinión, a las siguientes características típicas de la contratación electrónica a través de Internet:

(i) La libertad de expresión del consentimiento electrónico: el consentimiento contractual telemático (incluso si consideramos que siempre es necesario un consentimiento de naturaleza expresa, lo que más adelante cuestionaremos) no consiste, en todos los casos, en una declaración de voluntad telemática escrita (tecleada) por el cliente en su terminal: es suficiente el acto (gesto) de manifestación de la voluntad expresado a través de la orden (*enter*) de aceptación del contrato, pulsando el botón, tecla, lugar o espacio, habilitado a tal efecto en la página *web*, siempre que el mismo se halle debidamente destacado e identificado, sin suscitar dudas sobre la formalidad e irrevocabilidad del acto telemático de declaración de voluntad.

(ii) La manifestación de la voluntad negocial vía Internet se traduce en una orden (el “*pedido electrónico*”), por utilizar el término de la Directiva 2000/31/CE, que es jurídicamente eficaz en sí y por sí misma ⁽⁶⁾. El “acuse de recibo” electrónico de la orden por parte del prestador del servicio (*e-mail*, aviso en pantalla...) que exige la Directiva 2000/31, representa, sin duda, una medida de constatación oportuna, pero no constituye un elemento del proceso de perfección del contrato telemático del que dependa la eficacia legal de la declaración de voluntad ⁽⁷⁾.

(iii) El consentimiento del cliente es ineludible y debe reunir todas las características propias de un “consentimiento informado”, lo que significa que la cláusula de aceptación del contrato o de manifestación de la voluntad del contratante (o texto que preceda al botón, *click* o tecla de aceptación) debe advertir al mismo sobre la naturaleza y eficacia jurídica de esa declaración gestual de consentimiento y sobre la aceptación de las condiciones generales y

La versión conocida a la fecha presente del Anteproyecto de Ley de Firma Electrónica, elaborado por la Secretaría de Estado de Telecomunicaciones y para la Sociedad de la Información (de 26 de julio de 2002) no se desvía sustancialmente del contenido del vigente Real Decreto-Ley 14/1999 en relación con las conclusiones expuestas en esta nota.

No obstante, el Anteproyecto introduce la distinción entre “firma electrónica avanzada” y “firma reconocida” (que, además de los requisitos técnico de la firma electrónica simple y de la “avanzada”) está basada en un certificado reconocido y generada mediante un dispositivo seguro de creación de firma. Sólo a esta modalidad de firma electrónica se le concede el mismo valor jurídico que a la firma manuscrita (art. 3.1).

⁽⁶⁾ La LSSI (arts. 27 y 28) habla, con más propiedad que la Directiva, de oferta y aceptación.

⁽⁷⁾ Lo mismo cabe decir de la “confirmación de la recepción de la aceptación”, a que se refiere el artículo 28 LSSI.

particulares del contrato. Consentimiento, así pues, ineludible, informado y completo, lo que no significa, como ahora indicaremos, que las pantallas a través de las cuales se despliegue el clausulado del contrato sean de recorrido visual técnicamente obligado para el usuario.

(iv) En relación con la manifestación del consentimiento contractual puede incluso plantearse la validez del consentimiento tácito, y hasta la del consentimiento presunto, en los términos debatidos por la teoría general del negocio jurídico. Si bien existe una directriz normativa contraria a las manifestaciones no expresas del consentimiento en la contratación a distancia (ver art. 41 Ley 7/1996, de 15 de enero de Ordenación del Comercio Minorista: “*en ningún caso la falta de respuesta a la oferta de venta a distancia podrá considerarse como aceptación de aquélla*”), lo cierto es que la Directiva 2000/31/CEY, en general, el resto de disposiciones vigentes en España y en otros países sobre la materia, no prohíben tal posibilidad ⁽⁸⁾.

(v) Otro punto importante es el que afecta a la no necesidad de “visualización forzosa” u obligatoria de los contenidos —contractuales o informativos— obligatorios para las entidades de crédito que operan en Internet. Aunque es necesario que el cliente pueda acceder al sistema con todas las garantías de información, simplicidad y facilidad que hemos expuesto, para la validez del consentimiento electrónico no resulta indispensable que el sistema informático del prestador de servicios de la sociedad de la información exija (aunque técnicamente resulte posible) que el usuario haya recorrido la pantalla o pantallas en que figuren las condiciones del contrato (o la información preceptiva de que se trate) antes de firmar electrónicamente la operación. Esta garantía parece a todas luces excesiva, ya que equivaldría a la imposibilidad de firmar un contrato en una oficina o sucursal bancaria sin que el Banco se asegurara previamente de que el cliente ha procedido a dar lectura íntegra y forzosa del contenido del contrato. Es suficiente, sin duda, que el cliente tenga a su disposición, con todos

⁽⁸⁾ Incluso, la Agencia de Protección de Datos (en sus recomendaciones derivadas del Plan de Inspección de oficio al Sector del Comercio Electrónico, julio 2001) ha venido a admitir que el consentimiento inequívoco del afectado, a que se refiere el art. 6.1 de la Ley Orgánica de Protección de Datos de Carácter Personal (Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre) admite la viabilidad jurídica de la “incorporación por referencia”, mediante la remisión genérica a la cláusula de protección de datos por medio de *link*, a la que nos referimos de inmediato, e igualmente ha admitido, con ocasión de consultas formuladas al efecto, que el consentimiento del afectado puede entenderse manifestado de manera tácita, cuando el usuario facilita voluntariamente sus datos de carácter personal a través de Internet o cuando transcurre un plazo de tiempo razonable sin responder a la propuesta planteada por el proveedor por vía telemática segura.

El contenido de los artículos 27 y 28 de la LSSI está concebido, desde luego, desde la base de que tanto la oferta como la aceptación tienen carácter expreso, aunque quizás el consentimiento tácito y presunto pudieron tener cabida en los contratos entre no consumidores o en los celebrados mediante intercambio de correo electrónico u otro tipo de comunicación electrónica equivalente (art. 27.2 y art. 28.3 LSSI).

los atributos de transparencia referidos, el contrato o información relevante, bien en la propia pantalla principal o mediante un mecanismo de reproducción reducida (ventana, pestaña, ...) o, lo que es más frecuente, a través del sistema de “incorporación por referencia”.

No es imprescindible que el contenido clausular del contrato (condiciones generales y particulares del mismo) sea de lectura obligatoria *on line* o, lo que es lo mismo, que el proceso transaccional se configure de tal forma que resulte imposible contratar salvo que antes el internauta haya recorrido y visualizado las pantallas o abierto el icono o base de datos en que figuran las cláusulas. Resulta suficiente con que esas condiciones estén visibles o sean susceptibles de acceso inmediato desde la *web* a través de un enlace y se encuentren anunciadas de forma destacada en la pantalla. La aceptación expresa por el cliente de las condiciones generales expuestas en la *web* cumple el requisito del art. 5.3 Ley 7/1998 que exige “*que conste la aceptación de todas y cada una de las cláusulas del contrato*”. A nadie se le puede imponer, ni en el mundo físico ni en el negocio jurídico virtual, la lectura forzosa de un contrato. La Directiva 2000/31/CE establece que “*las condiciones generales, de los contratos facilitados al destinatario deben estar disponibles de tal manera que este pueda almacenarlos y reproducirlos*” (art. 10.3), refiriéndose, pues, a la simple —aunque inexcusable— disponibilidad de las condiciones del contrato. El mismo concepto de disponibilidad de las condiciones generales y la noción equivalente de accesibilidad de la oferta realizada por vía electrónica, aparecen en la LSSI ⁽⁹⁾.

Por lo tanto, la fórmula habitual de la incorporación por referencia de contenidos (hipervínculos, *links*), incluidas las condiciones generales del contrato aplicable al producto o servicio que esté contratando el usuario por vía electrónica, resulta plenamente compatible con las garantías exigidas por la Circular 3/2001, y ello aunque la misma no contemple expresamente dicha posibilidad, que tampoco aparece consignada de modo específico en la Directiva 2000/31 ni en la LSSI, si bien constituye una práctica generalizada en el sector y se encuentra consagrada en la Ley Modelo de UNCITRAL ⁽¹⁰⁾.

⁽⁹⁾ El artículo 27.4 de la LSSI señala: “Con carácter previo al inicio del procedimiento de contratación, el prestador de servicios deberá poner a disposición del destinatario las condiciones generales a que, en su caso, deba sujetarse el contrato, de manera que éstas puedan ser almacenadas y reproducidas por el destinatario.

⁽¹⁰⁾ La Ley Modelo de la CNUDMI/UNCITRAL (1996-1998) sobre comercio electrónico contiene una regulación enormemente flexible de los denominados “mensajes de datos”, admitiendo la validez jurídica de la firma electrónica de los mismos, y su admisibilidad y fuerza probatoria; especialmente importante es el nuevo artículo 5 bis (introducido en 1998), en virtud del cual se admite también la “incorporación por remisión”, que legitima la práctica de las conexiones de las pantallas *web* con bases de datos que incorporan las condiciones generales de los contratos y servicios ofrecidos en Internet.

**V. ENTREGA DE DOCUMENTOS CONTRACTUALES
Y OTROS DOCUMENTOS PRECEPTIVOS**

Respecto de los contratos bancarios realizados por medios electrónicos, la Circular 3/2001 establece, modificando al efecto la Norma Sexta — “Entrega de documentos contractuales, de tarifas de comisiones, normas de valoración y ofertas vinculantes” — de la Circular 8/1990, las siguientes reglas:

— La entrega del documento contractual podrá realizarse, a elección del cliente, bien enviando al mismo el documento contractual en un soporte electrónico duradero que permita al cliente su lectura, impresión y conservación, o bien enviándole justificación escrita de la contratación efectuada en la que deberán constar todos los extremos recogidos en el contrato indicando, además, el momento del acuerdo de voluntades y el medio a través del cual se produjo.

— El Banco debe conservar (en cualquiera de los dos casos) el “recibí” del cliente.

— El Banco debe también conservar constancia documental en soporte duradero del contrato electrónico celebrado, así como el “recibí” del cliente en idéntico soporte.

— Las demás comunicaciones individualizadas (incluidas ofertas vinculantes) que el Banco deba realizar a los clientes, de acuerdo con la Circular 8/90, podrán efectuarse por medios electrónicos cuando el cliente así lo solicite o cuando éste haya sido el procedimiento utilizado en la contratación y así esté previsto en el documento contractual.

— La remisión de los documentos de liquidación de operaciones también podrá realizarse en los mismos términos indicados.

Las normas reseñadas van a producir consecuencias prácticas de cierta importancia en la actividad diaria de la Banca *on line* y de las entidades multi-canal, pero además plantean algunos interrogantes jurídicos a los que trataremos de dar respuesta en los apartados siguientes ⁽¹¹⁾.

(11) Las entidades de crédito que operan a través de Internet han de revisar que los procedimientos de contratación de sus *websites* se ajustan a las condiciones de la Circular 3/2001 y, en concreto, que se reconoce el derecho del cliente a elegir la forma de contratar y la forma de recibir las comunicaciones del Banco. Pero, entre las consecuencias operativas de las reglas indicadas sobre la entrega telemática de los contratos bancarios, quizás lo más importante sea la necesidad de que las entidades creen y actualicen un registro de versiones, que permita identificar y fechar cada nuevo contrato electrónico y cada nueva modificación de los modelos de contratos

La finalidad limitada de la Circular 3/2001, circunscrita, como se ha dicho, a la actualización mínima indispensable de la Circular 8/1990 para dar cabida en la misma a los contratos bancarios electrónicos, ha evitado cualquier tentación, cuya legalidad hubiera resultado discutible, de regular en el ámbito que nos ocupa determinados derechos, de tutela intensificada, que algunas disposiciones generales reconocen a los consumidores en la contratación a distancia ⁽¹²⁾.

electrónicos en vigor para poder saber —con la ayuda, en su caso, de la protocolización notarial de las versiones— el texto contractual exacto vigente en cada momento. No son suficientes, a tal efecto, los registros “logs” de las entidades, es decir, los archivos informáticos que recogen permanentemente el flujo de las transacciones informatizadas diarias, pues esos registros sólo dejan huella de la transacción, cliente y fecha de la misma pero no de su contenido.

El proceso operativo de la entidad de crédito que actúa en Internet debe facilitar el ejercicio efectivo por el cliente de esa libertad de elección, a través de una pantalla configurada expresamente al efecto, o bien incorporando al contenido del contrato una cláusula de renuncia al envío o entrega física del contrato en papel. También hay que entender, que la entrega del documento contractual mediante “soporte electrónico duradero” no supone estrictamente la remisión del correspondiente mensaje de datos de terminal a terminal, sino que es suficiente la accesibilidad o puesta a disposición de la información en la página *web* de la entidad, como señalamos más adelante. En la medida en que el cliente pueda acceder de modo seguro, es decir, a través de sus claves personales de identidad y acceso al entorno cerrado del Banco en Internet, esa accesibilidad resulta equivalente, a todos los efectos, al hecho de que la información esté incorporada a un programa interno del ordenador personal del usuario.

(12) Aunque ni la Directiva 2000/31 ni la LSSI, con acertado criterio, mencionan, el derecho de desistimiento del cliente, la legislación de protección de los consumidores y, en particular, la de venta a distancia vienen a reflejar un derecho de resolución *ad nutum* que permite al consumidor resolver, sin penalización, por decisión unilateral del mismo, el contrato ya formalizado, en contradicción plena respecto del principio tradicional de la irrevocabilidad de los contratos. Como ejemplos relevantes, recordemos los arts. 44 y 45 (venta a distancia) de la Ley de Ordenación del Comercio Minorista (Ley 7/1996, de 15 de enero) y el art. 4 del Real Decreto 1906/1999, de 17 de diciembre (de desarrollo del art. 5.3 de la Ley 7/1998, de 13 de abril, de Condiciones Generales de la Contratación).

No estamos, por tanto, en presencia de un principio de la LSSI, pero sí de un criterio que informa el régimen jurídico del comercio electrónico en España, visto en su globalidad. Este curioso derecho de los consumidores (no del resto de clientes) formaría parte, junto al criterio de inversión de carga de la prueba, de las “garantías cualificadas” del consumidor, esto es, verdaderos privilegios contractuales que van más allá del propósito de restablecer el equilibrio de las partes, siempre amenazado en los contratos de adhesión, para conceder a los consumidores una posición de ventaja en los contratos con los proveedores, como si el simple hecho de actuar como consumidor en una relación jurídica o de adherirse a unas condiciones generales predispuestas supusiera forzosamente un riesgo de desigualdad, engaño o perjuicio para el particular.

La Directiva 97/7/CE, relativa a la protección de los consumidores en materia de contratos a distancia, que también recoge el derecho de desistimiento del consumidor, no es aplicable al sector financiero, de conformidad con lo previsto en su Art. 3.1 y Anexo II.

Sin embargo, la nueva Directiva relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores por la que se modificarán la Directiva 97/7 y la 98/27 aprobada por el Consejo de la Unión Europea el 26 de junio de 2002 (pendiente de

VI. SIGNIFICADO DE LA EXPRESIÓN “JUSTIFICACIÓN ESCRITA” DE LA CONTRATACIÓN ELECTRÓNICA

La expresión “justificación escrita” contenida en el nuevo párrafo tercero del apartado 1 de la Norma Sexta de la Circular 8/1990 debiera interpretarse siguiendo el principio de “equivalencia funcional” establecido en la Ley Modelo sobre Comercio Electrónico de UNCITRAL, que reconoce la posibilidad de dar cumplimiento a los requisitos legales de forma escrita mediante el empleo de técnicas de comercio electrónico y reconocido también en la Directiva 2000/31/CE, citada, así como en otras normas jurídicas y proyectos legislativos en avanzado estado de elaboración. Entre las primeras cabe citar el Real Decreto-Ley 14/1999 de 17 de septiembre sobre firma electrónica (a cuyo artículo 3 nos referimos más adelante) y el Real Decreto 1906/1999 de 17 de diciembre que regula la contratación telefónica o electrónica con condiciones generales (ver artículo 1.3 más adelante). Y, en el ámbito de la Unión Europea, la Directiva 1997/7/CE, de 20 de mayo de 1997, relativa a la protección de los consumidores en materia de contratos a distancia y la Propuesta modificada de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a la comercialización a distancia

publicarse en el DOCE), sí podría afectar notablemente a los contratos bancarios y financieros concertados via Internet, que quedarían comprendidos dentro de la amplia definición de “contrato a distancia” y de “servicio financiero” que incluye. Contrato a distancia es *“todo contrato relativo a servicios financieros celebrado entre un proveedor y un consumidor en el marco de un sistema de ventas o prestación de servicios a distancia organizado por el proveedor que, para este contrato, utilice exclusivamente una o varias técnicas de comunicación a distancia hasta la celebración del contrato, incluida la propia celebración del contrato”*. Y la noción de “servicio financiero” comprende *“todo servicio bancario, de crédito, seguros, jubilación personal, inversión o pago”*. El derecho de desistimiento o de rescisión —a ejercitar en un plazo entre 14 y 30 días—, es excluido en las operaciones cuyo precio dependa de fluctuaciones del mercado financiero, y en algunas otras (como las formalizadas en documento público), pero fuera de esos supuestos exceptuados se extendería a la generalidad de operaciones bancarias pasivas, activas y de servicios o intermediación.

Hay que recordar, una vez más, la criticable asunción, común a toda la normativa comunitaria sobre comercio a distancia y, por ende, a la legislación española que la transpone, por la cual los contratos electrónicos se asimilan, a efectos regulatorios, a otras clases de contratación a distancia con la que guardan una analogía solamente parcial (sería el caso de las transacciones telefónicas) o, simplemente, carecen del más mínimo parecido, como sucede con los contratos por correspondencia, correo, compra por catálogo, etc. Los contratos que se celebran a través de Internet no son equiparables a las ventas a distancia clásicas ni, muchas veces, pueden ser calificados como contratos entre ausentes en la medida en que se generan en base a un diálogo telemático en tiempo real en el que no existe distancia temporal entre las comunicaciones de los contratantes y cuya ejecución suele ser instantánea, especialmente cuando el objeto de la operación son servicios *digitalizados*, como el *software* o los servicios financieros *on line*. No tiene sentido que en los contratos electrónicos se conceda al cliente un derecho de libre desistimiento: el internauta es un consumidor informado (nunca antes lo ha estado tanto) que decide acudir al *website* del proveedor que ha escogido, que puede comparar fácilmente un gran número de ofertas, que tiene un conocimiento amplio del servicio que va a contratar y que toma sus decisiones de forma libre y espontánea.

de servicios financieros destinados a los consumidores (fecha de la declaración de adopción de posición común: 14 de enero de 2002).

Las referidas disposiciones, como consecuencia natural del principio de “equivalencia funcional” entre el contrato electrónico y el contrato privado escrito (en soporte papel), no establecen obligación alguna a cargo del prestador de servicios telemáticos de enviar el contrato “por escrito” en soporte papel a aquellos clientes que así lo elijan, sino que, como parece natural en relación con los usuarios que han optado por la vía telemática de contratación, lo que, en

Frente a la finalidad tutiva que, en favor del consumidor, persiguen las normas reguladoras de los contratos celebrados a distancia, hay que afirmar que las transacciones que se ejecutan vía Internet ni son, muchas veces, contratos entre ausentes (porque se celebran sin distancia temporal, sino únicamente física) ni justifican esa protección a ultranza de los intereses de la parte contratante supuestamente débil. Si en 1997 Internet era un medio de contratación casi inédito en Europa, lo que puede explicar la laguna de la Directiva 97/7 en este terreno, en el año 2002 ya no hay justificación para conceder el mismo tratamiento jurídico a operaciones que no tienen en común prácticamente ningún elemento.

La errónea dirección seguida por la Propuesta de Directiva UE sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores mete en el “mismo saco” normativo a un contrato por catálogo, a otro por teléfono y a otro electrónico, falta de sutileza y de rigor jurídico que impide, obviamente, analizar otras distinciones, importantes también: contratos celebrados por Internet respecto de contratos electrónicos en general, y; los que se ejecutan en un entorno abierto de Internet (como sucede con determinados servicios de información y asesoramiento) de los que tienen lugar en una esfera transaccional cerrada a la que sólo se accede con determinadas claves de seguridad, contratos electrónicos instantáneos y sucesivos; contratos electrónicos garantizados mediante firma digital u otros mecanismos de seguridad informática frente al resto; y contratos concertados en el seno de relaciones sujetas a normas públicas de disciplina y control —como es el caso de los contratos bancarios telemáticos— de los contratos del comercio electrónico general.

Aunque ni en lo que se refiere al derecho de desistimiento del cliente ni a la inversión de la carga de la prueba, nos encontramos ante criterios novedosos (el RD 1906/1999 recoge ambos, en sus arts. 4 y 5, respectivamente, aunque con deficiente técnica normativa), realmente el derecho de desistimiento o denuncia unilateral del contrato firme por parte del consumidor, sin necesidad de alegar causa o justificación alguna, representa una ruptura del concepto institucional del contrato como negocio jurídico sinalagmático en beneficio exclusivo de una de las partes contratantes, y en el mundo de la contratación electrónica a través de Internet no están presentes motivos tan poderosos de desigualdad o debilidad del contratante consumidor como para quebrar el principio de conmutatividad contractual. Distinta sería la calificación que el derecho de resolución del consumidor nos merecería si, al menos, su ejercicio quedara supeditado al incumplimiento por el oferente de los deberes de información que le incumben o a alguna otra anomalía jurídica en la génesis o en el desarrollo de la relación jurídico-obligatoria.

El legislador está yendo demasiado lejos, pues los deberes de información de los prestadores de servicios de la información ya dejan a los destinatarios de los mismos, sean o no consumidores, en una situación adecuada para valorar las ofertas comerciales que abundan en la red. El legislador, en un ánimo simplificador, influido tal vez por un cierto componente demagógico, está confundiendo y mezclando, como antes hemos apuntado, operaciones que tienen escasa relación entre sí y está incurriendo en un defecto de sobreprotección del consumidor que, al final, lo único que reporta son dificultades para el desarrollo de la industria y costes adicionales que los operadores del sector no tienen más remedio que repercutir.

cambio, sí regulan expresamente es el deber para las entidades prestadoras de dichos servicios de tener disponible en su dirección *web* y facilitar el acceso telemático de los usuarios a los contratos. Es decir, se sustituye, a todos los efectos, la entrega física del contrato por la puesta a disposición telemática del mismo. Así lo indica de modo expreso el artículo 10 de la Directiva 2000/31, que establece que *“las condiciones generales de los contratos facilitadas al destinatario deben estar disponibles de tal manera que éste pueda almacenarlas y reproducirlas”*, lo que enlaza con el art. 9 de la misma disposición que recoge la obligación de los Estados miembros de la Unión Europea de garantizar *“que el régimen jurídico aplicable al proceso contractual no entorpezca la utilización real de los contratos por vía electrónica, ni conduzca a privar de efecto y de validez jurídica a este tipo de contratos en razón de su celebración por vía electrónica”*.

La Directiva es plenamente aplicable a la prestación de servicios financieros tal y como la Comisión Europea ha venido a subrayar en la Comunicación relativa a Comercio Electrónico y Servicios Financieros de 7 de febrero de 2001. Una vez transpuesta la Directiva al ordenamiento jurídico español por la LSSI (art. 27.4, citado), las entidades de crédito, al igual que los demás prestadores de servicios a través de Internet, vienen obligadas a tener disponibles en la *web* las condiciones generales de los contratos bancarios de manera que el cliente pueda almacenarlas y reproducirlas. La Directiva 2000/31/CE no establece, ni siquiera contempla, la obligación de que dicha entrega se produzca “por escrito” en soporte papel en todo caso ni cuando el cliente así lo decida, sino, por el contrario, la única obligación de tener disponibles los contratos en formato o soporte electrónico ⁽¹³⁾.

Si la Circular 3/2001 del Banco de España no es objeto de modificación o de interpretación flexible en el aspecto que estamos analizando, una vez ha

(13) La mencionada Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo sobre Comercio Electrónico y Servicios Financieros, de 7 de febrero de 2001, recuerda que la Directiva 2000/31/CE es una Directiva marco horizontal, aplicable a todos los servicios de la sociedad de la información, incluidos, obviamente, los servicios prestados “en línea”; por tanto, cuando se prestan servicios financieros en parte “fuera de línea” y en parte “en línea”, se aplicarán a cada parte distintos regímenes jurídicos; por ejemplo, cuando un servicio se promociona *on line* pero se presta *off line*, sólo la primera parte es objeto de regulación por la Directiva. También en Derecho español, esa dualidad se traduce en la aplicación de grupos normativos diferentes. Las operaciones *on line* puras (como los servicios informáticos y la mayor parte de las operaciones financieras) se regirán de forma exclusiva o principal por las disposiciones generales referentes a los servicios de la sociedad de la información y al comercio electrónico, mientras que los contratos electrónicos “mixtos”, como todos aquellos cuya fase de ejecución comporta la distribución y entrega física de bienes o productos a los destinatarios deberán someterse, en lo que a esta fase se refiere, a las normas mercantiles (ordenación

entrado en vigor la LSSI, las entidades de crédito españolas que operen en Internet podrían quedar expuestas a la carga de tener que elaborar y entregar todos los contratos bancarios electrónicos en dos soportes distintos siempre que el cliente elija recibir la justificación “escrita” en soporte papel:

- mediante la puesta a disposición telemática de forma que el cliente pueda almacenarlos y reproducirlos, de conformidad con la Directiva y la LSSI,
- mediante la entrega “escrita” en soporte papel, de conformidad con la literalidad de la Circular 3/2001.

La duplicidad de la entrega resulta excesiva habida cuenta de la escasa relevancia que tiene el derecho a elegir el soporte de entrega del documento dentro del conjunto de los derechos que asisten a los clientes y usuarios de las entidades de crédito. Los Bancos *on line* van a facilitar a sus clientes la disponibilidad telemática de los contratos —es decir, la entrega en soporte duradero a que se refiere la Circular 3/2001— porque éste es el medio normal de comunicación en las relaciones telemáticas y porque es la práctica del sector. Pero, además, se van a ver obligados a hacerlo por obra de la LSSI.

Por tanto, de la Circular del Banco de España se podría desprender, de hecho, un deber de “doble entrega”, en contra del cual, y además de los argumentos ya expuestos, cabe invocar otras disposiciones como el Real Decreto 1906/1999 de 17 de diciembre relativo a la contratación telefónica o electrónica con condiciones generales—dictado en desarrollo del art. 5.3 de la Ley 7/1998 de 13 de abril de Condiciones Generales de la Contratación—que establece en su art. 1.3 que en los contratos electrónicos excluidos, con carácter general, de su ámbito de aplicación (como son los contratos relativos a servicios bancarios o financieros) “*deberá quedar constanciada documental de la contratación efectuada, ya sea de forma escrita o en registros magnéticos o informáticos de acuerdo con la normativa específica aplicable en cada caso*”. La norma contempla, así pues, como modalidad de cumplimiento del deber de entrega de los

del comercio minorista, transporte, seguro, etc.) que resulten procedentes, sin excluir, en su caso, las competencias en la materia de las Comunidades Autónomas. La mayoría de los contratos típicos bancarios y, en general, financieros se consuman y se completan *on line*, y la circunstancia de que un contrato electrónico tenga una fase de ejecución o cumplimiento —como también puede tener una fase de oferta o negociación previa— material (*off line*) no implica que la disponibilidad de las condiciones del contrato no pueda sustituir en términos absolutos el deber de entrega del mismo, pues en los contratos telemáticos puros resulta todavía más evidente que la entrega material o física de un contrato formalizado en línea con anterioridad es un trámite innecesario, cuyo valor añadido al cliente es nulo o mínimo y que, por el contrario, para las entidades puede representar un coste adicional y un inconveniente administrativo de cierta relevancia.

contratos bancarios y financieros concertados por vía electrónica la sustitubilidad de la entrega física por registros magnéticos o informáticos, de conformidad con lo que el mismo Real Decreto 1906/1999 (art. 3) establece para los contratos sujetos a la regulación del mismo: *“celebrado el contrato, el predisponente deberá enviar al adherente inmediatamente y, a más tardar, en el momento de la entrega de la cosa o comienzo de la ejecución del contrato, justificación por escrito o, a propuesta del mismo, en cualquier otro soporte duradero adecuado al medio de comunicación empleado...”* ⁽¹⁴⁾.

En contraste con la Circular 3/2001, las disposiciones mencionadas no atribuyen al cliente un derecho de elección sobre la forma —material o telemática— de entrega o puesta a disposición del contrato, sino que, al configurar ambas modalidades de cumplimiento del deber de entrega como alternativas del mismo valor, permite que el proveedor, o las partes contratantes de común acuerdo, opten por una o por otra o que el prestador decida en función de la propuesta que plantee el usuario ⁽¹⁵⁾.

En definitiva, una interpretación del término “escrito” en el sentido de considerar que obligatoriamente las entidades de crédito deben enviar a aquellos clientes que así lo deseen una copia del contrato en papel, con carácter adicional a la accesibilidad y disponibilidad telemática del mismo, implicaría la imposición de una obligación formal ajena a la realidad del comercio electróni-

(14) Aunque el RD 1906/1999 no rija respecto de los contratos bancarios típicos, su artículo 1.3 sí es de aplicación a los mismos y además el propio RD, como un todo, se extiende a otras actividades de los Bancos en relación con la Sociedad de la Información y los servicios prestados a través de Internet: contratos de hosting, información, agregación, comparadores, simuladores, etc. Y, desde luego, si en un ámbito tan regulado como el bancario es posible incluir en los contratos electrónicos una cláusula en el sentido de que la puesta a disposición telemática del contrato equivale a su entrega por escrito, también puede defenderse esa interpretación para los contratos sujetos al Real Decreto 1906/1999.

(15) Otro argumento en contra del derecho de elección del cliente sobre la forma de entrega del contrato se funda en el Real Decreto-Ley 14/1999 de 17 de septiembre sobre firma electrónica, que establece en su art. 3.1 que la firma electrónica avanzada basada en un certificado reconocido y emitida por un mecanismo seguro tendrá, respecto de los datos consignados en forma electrónica, el mismo valor jurídico que la firma manuscrita en relación con los consignados en papel. Incluso aquellas firmas que no reúnan los requisitos de la firma electrónica avanzada, no perderán por ello la eficacia jurídica ni la admisibilidad como prueba en juicio. No tendría sentido que al cliente que ha prestado su consentimiento contractual, con la garantía adicional de la firma electrónica, el ordenamiento le atribuya la facultad de que ese contrato, que se encuentra disponible en el sitio *web* de la entidad, y, si el cliente lo desea, en el propio archivo informático del mismo, y cuyas condiciones son consultables, almacenables e imprimibles igual que si el contrato estuviera consignado en un documento en papel (pero con la diferencia de ser la consulta informática mucho más sencilla), haya de ser reproducido por la entidad y entregado físicamente al cliente.

co, excesivamente rigurosos y difícil de encuadrar en el marco normativo comunitario y nacional ⁽¹⁶⁾.

La Circular 3/2001 ha nacido, en este aspecto, bajo el inevitable signo de la transitoriedad, debido a la probable revisión a que habrá de someterse como consecuencia de la LSSI y de la nueva Ley de Firma Digital. La misma conclusión cabe extrapolar a otros contenidos de la nueva Circular, que parecen elaborados al margen del vector normativo de la Directiva 2000/31 y de la LSSI; por ejemplo, el régimen del acuse de recibo del contrato electrónico (ver epígrafe IX posterior) o la exclusión parcial de los deberes de información, tanto previos como posteriores al contrato, a que está sujeto el prestador de servicios de la sociedad de la información (pero no la entidad de crédito que opera en Internet, ya que la Circular 3/2001 no contempla tales exclusiones) cuando el contrato se hace por medio exclusivamente de intercambio de correo electrónico u otro tipo de comunicación electrónica equivalente (vid. art. 27.3 de la LSSI), esto es, mediante un conducto negocial directo entre las partes fuera del carácter de contrato de adhesión predicable de los formularios y de las cláusulas de aceptación en los *websites* preconfigurados por los prestadores de servicios ⁽¹⁷⁾.

Hay, no obstante lo expuesto, una solución interpretativa que puede conducir a resultados prácticos muy próximos a los que derivan de la interpretación integradora y sistemática de la Circular 3/2001 conforme a la cual la “justificación escrita” de un contrato electrónico puede consistir tanto en la reducción o transcripción del mismo a soporte papel como a un soporte electrónico. Parece difícil negar la posibilidad de que un contrato celebrado telemáticamente con-

(16) Además la interpretación literal de la Circular significaría una carga formal adicional para las entidades que operan en Internet, mayor que la que soportan las entidades ajenas a la contratación electrónica, y discriminaría a los Bancos y las Cajas españolas frente a las entidades de otros países de la Unión Europea que, en ejercicio de la libertad de prestación de servicios, operen en el mercado español a través de Internet, quedando sometidos únicamente a los requisitos formales que impongan los organismos de control del Estado de origen que, en la medida en que se atengan a lo establecido en la Directiva 2000/31, serán más liberales en este punto que los resultantes de la Circular 3/2001.

(17) Por las mismas razones, nos parece preocupante que en la Propuesta modificada de Directiva relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, a la que nos hemos referido con anterioridad, se haya querido introducir una nueva norma en virtud de la cual el cliente podría solicitar, en cualquier momento de la vida del contrato celebrado a distancia, una copia en papel del mismo. De prosperar esta iniciativa, el derecho reconocido al usuario sería más amplio todavía que el previsto en la Circular 3/2001, ya que podría ser ejercitado no sólo *ab initio*, como determina aquella, sino en cualquier momento ulterior de la vigencia del contrato. En su versión previa, la Propuesta de Directiva a que nos referimos sólo establecía, en materia de comunicación de las condiciones contractuales e información previa, que “una vez celebrado el contrato, el proveedor deberá comunicar al consumidor, en papel o con otro soporte duradero” todas las condiciones contractuales.

tenga una cláusula en virtud de la cual las partes convengan de modo expreso que la entrega del contrato y, por ende, la justificación del mismo se pueda facilitar por medios electrónicos. En otras palabras, no existe objeción legal para que el cliente ejercite anticipadamente el derecho de elección sobre la forma de entrega del contrato electrónico anticipadamente, dentro de las propias condiciones de ese contrato, es decir, lo que incluso puede considerarse como el modo más natural y directo de que el cliente manifieste su voluntad al respecto. No se trata, posiblemente, de la solución perfecta. La cláusula contractual en virtud de la cual el cliente opta por la disponibilidad telemática exclusiva del contrato ha de ser expresa, directa y clara. El cliente podría discutirla en el momento de la celebración del contrato o con posterioridad al mismo, planteándose en el segundo caso el problema de si la facultad que la Circular 3/2001 —pero no ninguna otra norma reguladora de los contratos electrónicos en general— le otorga es susceptible o no de renuncia. Pero, al menos, y si la autoridad reguladora, como creemos, no se opone a la solución indicada, ésta permite eludir, de manera legal, los inconvenientes prácticos derivados de una interpretación literal de la Circular.

VII. POSIBILIDAD DE RENUNCIA EXPRESA Y DE CONSENTIMIENTO TÁCITO EN RELACIÓN CON EL DERECHO DE ELECCIÓN DEL CLIENTE

El derecho de elección del cliente al que nos hemos referido en el apartado precedente puede ser objeto de renuncia, como lo es todo derecho subjetivo, bien se exprese la misma en el propio contrato electrónico o bien mediante acto unilateral posterior. En la contratación informática, el derecho del cliente a recibir información con carácter previo se ha cumplido mediante la puesta a disposición en las páginas *web* de las condiciones contractuales y el consentimiento del cliente se ha manifestado a través de la firma electrónica de las condiciones generales y particulares del contrato. Portanto, el cliente que ya ha conocido y que ya ha otorgado su consentimiento al contrato electrónico, con un nivel de información, rigor, posibilidad de elección y libertad de decisión superiores, probablemente, a los que existen en la contratación bancaria presencial, puede perfectamente renunciar —a través de la cláusula pertinente del contrato electrónico o con posterioridad al mismo— a un derecho de elección que a un vasto número de usuarios de Internet les va a parecer superfluo.

Respecto a la obligación de información contractual posterior, o de la justificación escrita del contrato, resulta igualmente lógica la posibilidad de renuncia, pues si ésta se admite respecto del derecho del interesado a la entrega de recibo justificante, copia o documento acreditativo de la operación por la propia Ley 26/1984 de 19 de julio para Defensa de los Consumidores y Usuarios [artículo 10.1.b)], con mayor razón se debe permitir la renuncia expresada del

cliente a elegir en qué soporte se le entregará el documento correspondiente a un contrato ya perfeccionado y, en su caso, ejecutado. Como veremos enseguida, la Circular 3/2001 extiende el principio de disponibilidad *versus* entrega física del contrato a los actos de información contractual ulteriores a la firma de aquél.

Por otra parte, debe admitirse también la alternativa de que el cliente manifieste de forma tácita su consentimiento a la puesta a disposición de las condiciones generales del contrato en un soporte duradero (que permita al cliente su consulta, impresión y archivo) en lugar de la entrega material de una copia escrita de aquél, sin necesidad de formular la elección expresa de una u otra vía. En las relaciones bancarias son numerosas las ocasiones en las que se produce la aceptación tácita por parte del cliente de información financiera preceptiva (extractos de cuentas, liquidaciones, etc.) de forma que pese a que éste no manifiesta directamente una determinada voluntad, realiza una serie de actos u omisiones que permiten suponer e inferir dicha voluntad como si la declarara expresamente ⁽¹⁸⁾.

(18) Así ha de entenderse como válido el consentimiento tácito del cliente manifestado mediante la cadena habitual en los procesos operativos *on line*: una acción del cliente (la aceptación telemática de las condiciones generales), una acción de la entidad de crédito (la entrega o puesta a disposición del documento contractual por medios electrónicos) y la aceptación tácita del cliente (el hecho de no manifestar expresamente, por cualquier medio válido, su voluntad de recibir el contrato por “escrito” en formato papel). Siguiendo con la proyección de los postulados generales del Derecho civil de obligaciones y contratos, cabría admitir también la aceptación por actos presuntos del usuario: *facta concludentia* como los propios actos de ejecución telemática o la conducta consistente en la consulta habitual de sus posiciones a través de la información *on line* facilitada por la entidad.

En los supuestos de consentimiento tácito o presunto del cliente, además de la garantía de accesibilidad y de seguridad de las condiciones del contrato y demás información financiera preceptiva, el usuario contaría con la posibilidad cierta de revocar su renuncia mediante el simple envío de un correo electrónico a la entidad o a través de cualquier otro medio válido de comunicación. Sin embargo, cuando la renuncia forma parte del contrato electrónico a cuya entrega hace referencia aquélla o ha sido manifestada mediante acto expreso posterior, es muy discutible que quepa la revocación de la misma: a nuestro juicio, no procede, en absoluto, si la cláusula de renuncia está integrada en el contrato —salvo que sea la propia validez o integridad del contrato la que el cliente ponga en cuestión— y tampoco creemos que pueda aplicarse si la renuncia ha sido formulada después de la firma del contrato —con idéntica salvedad—, excepción hecha del riesgo de una interpretación extensiva de las normas generales que prohíben la renuncia de los derechos conferidos legalmente a los consumidores. Aun en esta hipótesis, cabría discutir que la Circular 3/2001, por motivos de rango normativo, pueda configurar un derecho subjetivo *ex novo* en favor de los clientes de las entidades de crédito.

VIII. CONCEPTO DE SOPORTE ELECTRÓNICO DURADERO

En caso de entrega del documento contractual por medios electrónicos, el envío debe producirse en soporte electrónico duradero de conformidad con el nuevo párrafo tercero del apartado 1 de la Norma Sexta de la Circular 8/1990. Si bien la nueva Circular no contiene una definición de esta expresión, tanto el mencionado Real Decreto 1906/1999, que regula la contratación telefónica o electrónica con condiciones generales (artículo 3.3) como la nueva Directiva relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores de 2002, artículo 2, apartado f), utilizan esta expresión en el contexto de la confirmación documental de la contratación electrónica y vienen a definirla como *“todo instrumento que permita al consumidor almacenar la información dirigida personalmente a él, de manera que pueda recuperarla fácilmente durante un período de tiempo adecuado para los fines para los que la información está destinada y que permita la reproducción sin cambios de la información almacenada”*.

El soporte puede consistir en un disquete informático, *floppy*, un CD-ROM, un DVD y los discos duros de los ordenadores o cualquier otro medio que la técnica desarrolle para el registro y reproducción de ficheros telemáticos. También constituye, sin duda, una modalidad de soporte duradero la pura disponibilidad del clausulado del contrato o de la información relevante de que se trate en el sitio *web* del prestador de servicios, en la medida en que éste garantice, por sus propios medios de registro, el almacenamiento y la recuperabilidad de los datos correspondientes y que el cliente pueda proceder a su lectura, impresión y conservación.

En suma, el *“soporte duradero”* no es necesariamente y en rigor objeto de envío sino que se puede también “poner a disposición” del cliente a través de la página *web* de la entidad cumpliendo con los requisitos de lectura, impresión y conservación (Norma Sexta, nuevo párrafo tercero del apartado 1), aunque en tales casos no se produce el “envío” de un documento físico en el sentido literal y material del término ⁽¹⁹⁾.

Este sentido de la expresión *“soporte electrónico duradero”*, incluidos los formatos de información accesibles en todo momento *on line* en la *web* de la entidad, con posibilidad de registro e impresión del documento electrónico,

(19) La Exposición de Motivos (apartado 20) de la nueva Directiva mencionada señala que una dirección de Internet no constituye un soporte duradero a menos que responda a los criterios de la definición de soportes duraderos. La “disponibilidad” telemática de una información, si el consumidor puede almacenarla, recuperarla y reproducirla, cumple, desde luego, esos criterios.

debe ser el aplicable en el ámbito de la contratación electrónica de productos y servicios financieros a que se refiere la Circular 3/2001.

En conclusión, la definición de soporte duradero recogida en el Real Decreto 1906/1999 es igualmente aplicable al ámbito financiero y dentro del mismo caben diversos sistemas de comunicación al cliente, desde el envío del contrato por correo electrónico hasta la puesta a disposición mediante un espacio reservado al efecto en la página *web* de la entidad ⁽²⁰⁾.

IX. CONSERVACIÓN DEL RECIBÍ DEL CLIENTE EN SOPORTE DURADERO

El inciso añadido al apartado 2 de la Norma Sexta de la Circular que analizamos dispone que, cuando la contratación se efectúe por medios electrónicos, la entidad de crédito viene obligada a conservar el contrato y el recibí del cliente en soporte duradero cuando éste haya elegido recibir por esa vía el documento contractual. La Circular 3/2001 no establece una obligación similar de conservar “*por escrito*” el recibí en el supuesto de contratación telemática cuando el cliente elige recibir justificación “*escrita*” de la contratación.

Como el párrafo tercero del apartado 1 de la Norma Sexta establece la obligación genérica de la entidad de guardar el recibí del cliente en cualquier caso, y dado que la Circular tan sólo establece una obligación específica para los supuestos de entrega en soporte duradero, debe entenderse que cuando el cliente decide recibir el documento contractual por “*escrito*” existe libertad para que la entidad guarde el recibí en cualquier forma legalmente válida. Puesto que el contrato telemático ya se ha celebrado válidamente y la entrega del documento contractual por escrito no es más que un requisito adicional y accesorio de información posterior, nada impide que la entidad de crédito guarde copia del contrato y del recibí en soporte electrónico duradero, con independencia de que la entrega del contrato se realice electrónicamente o por escrito ⁽²¹⁾.

(20) Resulta recomendable, no obstante, que en la pantalla de recapitulación de información o de confirmación de la contratación se informe al cliente del lugar de la página *web* en el que se archivará el contrato y de la forma en que puede acceder al mismo.

(21) Si los contratos electrónicos pueden incorporar una cláusula de entrega telemática del propio contrato, no cabe duda de que también pueden prever que la conservación del recibí se realice en soporte electrónico duradero, tanto si la entrega se realiza en forma telemática como si, aunque figure en el contrato una cláusula con el contenido expresado, la entrega del contrato se produjera en soporte papel. Y, de acuerdo con la Circular 3/2001, la admisibilidad del recibí electrónico también opera en el caso de que el contrato guarde silencio sobre este extremo.

Sorprende, de todas formas, que la Circular 3/2001 conceda tanta importancia a ese requisito del recibí del cliente, que no está contemplado ni en la Directiva 2000/31 ni en la LSSI ni, que sepamos, en ninguna otra disposición legal o reglamentaria. La Directiva y la LSSI se refieren al acuse de recibo (electrónico en todo caso) por parte del prestador de servicios (artículo 11.1 Directiva y art. 28 de la LSSI), pero no al deber de instar u obtener y archivar un recibo del contrato por parte del cliente. La naturaleza jurídica de una y otra figura es muy diferente a pesar de su similitud terminológica. En el supuesto contemplado en la Circular 3/2001, que se sitúa, según hemos visto, fuera del esquema del proceso de perfección del contrato y se focaliza de manera exclusiva en el cumplimiento de una serie de garantías formales en favor del cliente, la perspectiva regulatoria no se sitúa en el momento de la perfección del negocio jurídico, sino en la justificación de la recepción por el cliente del contrato que la entidad tiene el deber de entregarle en forma escrita o telemática. Quizás con un recelo excesivo hacia el registro de los contratos bancarios electrónicos, en el caso de conflictos futuros, el Banco de España ha optado, en este punto, por un régimen minucioso en extremo, ya que las entidades no sólo deben estar en condiciones de probar la operación realizada, así como la entrega del contrato al cliente, sino que además deben conservar el acuse de recibo del cliente. No tiene mucho sentido que si el Banco ha de ser capaz de probar que el contrato ha sido entregado al cliente (con las garantías especiales que a tal efecto la Circular prevé), se le exija además recabar, obtener, archivar y custodiar un recibí del cliente que nada añade a la validez, eficacia y prueba del contrato ⁽²²⁾.

X. COMUNICACIONES INDIVIDUALIZADAS

El último párrafo del apartado 8 de la Norma Sexta añadido por la Circular 3/2001 establece que las “*comunicaciones individualizadas que sea preciso realizar de conformidad con este apartado*” (las relativas a modificaciones de tipos de interés, comisiones o gastos repercutibles), podrán realizarse por medios electrónicos cuando el cliente así lo solicite o cuando el documento contractual suscrito telemáticamente así lo contemple. En términos idénticos se manifiesta el nuevo párrafo sexto de la Norma Séptima respecto de la remisión de los *documentos de liquidación* de las operaciones.

(22) Obsérvese además que la práctica totalidad de las normas garantistas de la Directiva y de la LSSI son aplicables a los contratos con consumidores (e incluso respecto de éstos se excluyen los contratos celebrados mediante intercambio de correo electrónico u otra comunicación individual equivalente) mientras que la Circular 3/2001 se extiende a toda clase de contratos bancarios, incluso a los celebrados con empresas y profesionales, discrepancia normativa que carece de sentido, ya que los clientes bancarios en quienes no concurre el carácter de consumidores no merecen el nivel de sobreprotección que la Circular 3/2001 les brinda.

Así pues, la remisión de comunicaciones por medios electrónicos cubre los supuestos de envío de comunicaciones a clientes en ejecución de contratos, recogidos en la Circular 8/90, tanto las de carácter preceptivo como las remitidas voluntariamente.

Todo ello es conforme con el universo de actividades a las que se extiende la regulación de la Sociedad de la Información que no comprende sólo los contratos mercantiles, sino también los de carácter civil y los pertenecientes a otros órdenes jurídicos, así como los actos jurídicos electrónicos en general, incluso los ajenos al mundo del comercio y del Derecho mercantil⁽²³⁾.

Recordemos el concepto amplísimo de servicio de la Sociedad de la Información recogido en la Directiva 2000/31: *“cualquier servicio prestado normalmente a título oneroso, a distancia, mediante un equipo electrónico para el tratamiento (incluida la compresión digital) y el almacenamiento de datos, ya petición individual de un receptor de un servicio”*⁽²⁴⁾.

XI. PUBLICIDAD

La Circular 3/2001 contiene asimismo una primera regulación de la publicidad de las entidades de crédito en Internet, que procedemos a comentar por su íntima conexión con la contratación electrónica a través del mismo medio. Según la Circular, tendrá la consideración de publicidad sujeta al régimen de autorización del Banco de España, *“tanto la que se incluya en las páginas propias de Internet de la entidad de crédito, como la que pueda figurar en las páginas de terceros que ofrezcan los servicios de una entidad de crédito”*.

No se considera publicidad ni requiere autorización la que se limite a simulaciones de cálculo en las páginas *web* así como a la realización de comparaciones entre ofertas de distintas entidades siempre que en ellas no se incluyan productos propios. Tampoco tienen tal consideración las informaciones que sobre las características específicas de las operaciones figuren en las páginas operativas de Internet en las cuales se llevan a cabo.

El Banco de España ha optado por un concepto amplio de publicidad, en lugar de acudir a la distinción entre contenidos activos (ofertas específicas, campañas comerciales, ...) y pasivos (catálogo de productos/servicios) en la *web*. Examinemos los principales problemas que surgen de esta nueva regulación.

(23) Así, el Título IV de la LSSI se aplica, a pesar de su título (Contratación por vía electrónica) a “cualquier información relacionada” con el contrato (art. 23.3) y los “actos” jurídicos (arts. 23.4 y 19 y ss., entre otros).

(24) Y Anexo a) de la LSSI.

1. Informaciones contenidas en la página web inicial de la entidad de crédito

Si a través de la *web* se desarrolla una verdadera actividad publicitaria en la que se haga referencia, explícita o implícita, al coste o rendimiento para el público del producto es indiferente que el medio de comunicación o transmisión de la información utilizado sea Internet. Tanto el artículo 48.2.d) de la Ley 26/1988 de 29 de julio de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, como el artículo 10 de la Orden Ministerial de 12 de diciembre de 1989 declaran la aplicación del régimen de autorización previa a la publicidad que realicen las entidades de crédito “*por cualquier medio*”.

Ahora bien, resulta cuestionable que las informaciones o mensajes contenidos en la página *web* principal de la entidad de crédito constituyan “publicidad” a los efectos del control del Banco de España.

La *home page*, página principal o de acceso de una entidad de crédito en Internet, es aquella página *web* a través de la cual se accede a un catálogo de los distintos productos y servicios ofrecidos, así como a la información general o institucional de la entidad. A esta página *web* se pueden incorporar igualmente mensajes, con formato de *banner* similar, relacionados con algún producto en particular y con referencia, a veces, a su rendimiento.

La Circular 8/1990, en el párrafo segundo del apartado 1 de la Norma 9.^a, entiende por publicidad “*toda forma de comunicación por la que se ofrezcan operaciones, servicios o productos financieros, o se divulgue información sobre ellos, cualquiera que sea el medio que se utilice: prensa, radio, televisión, filmaciones, carteles interiores o exteriores, vallas, folletos, circulares, etc., incluyendo las circulares y cartas personalizadas que formen parte de una campaña de difusión*”.

Pero este concepto de publicidad no engloba la mera actuación divulgativa de las características de un producto, la simple exposición del catálogo de productos y servicios que una entidad de crédito ofrece en Internet, la simple indicación de los requisitos para contratar o la comunicación informativa de datos que debe realizarse en cumplimiento de prescripciones legales o reglamentarias. Y esto es lo que ocurre en la página inicial del *website* de una entidad, en la que no existe una comunicación publicitaria como tal, ni una campaña de difusión, ni unos destinatarios en sentido estricto, pues no hay un colectivo determinado o determinable al cual se dirige o alcance el mensaje ⁽²⁵⁾.

(25) El carácter pasivo de la página *web* de acceso resulta evidente, ya que no es la entidad la que, tomando la iniciativa, se dirige al público en general o a un colectivo determinado de destinatarios, sino que son los propios visitantes, usuarios o clientes los que voluntaria, libre y espontáneamente, sin previo llamamiento, inducción o incitación, acceden a la

Difícilmente puede considerarse como publicidad en el sentido de la Circular 8/1990, es decir como comunicación que forma parte de una campaña de difusión, la información contenida en la página *web* inicial de un Banco, aunque haga referencia al rendimiento de los productos ⁽²⁶⁾.

En definitiva, no todas las informaciones o mensajes contenidos en la página *web* principal de la entidad de crédito que hacen referencia al rendimiento del producto constituyen publicidad a los efectos del control del Banco de España. El concepto de publicidad no engloba la mera actuación divulgativa o informativa de las características de un producto en la página *web* inicial, sino solamente el desarrollo de una verdadera actividad publicitaria en la que se haga referencia, explícita o implícita, al coste o rendimiento para el público del producto (por ejemplo mediante la inserción de *banners*).

2. Informaciones contenidas en las páginas de Internet en las que las operaciones se llevan a cabo, ya sean de acceso libre a todos los usuarios o restringido a clientes

Tras la pantalla principal de entrada o de acceso al sitio *web* de una entidad de crédito se encuentra normalmente una serie de pantallas operativas o transaccionales, clasificadas generalmente por productos y encaminadas a la contratación directa.

Las páginas operativas comienzan con una serie de pantallas que se encuentran en un entorno abierto, es decir de libre acceso para todos los usuarios y

página *web* de la entidad por motivos diversos (entretenimiento, consulta, comparación, deseo de contratar, etc.). Por hacer un símil, las páginas *web* de una entidad de crédito en la red constituyen una réplica de las tradicionales oficinas bancarias, actuando como sucursales virtuales, que al no disponer de empleados que resuelvan las dudas y cuestiones que a cualquier cliente le pueden asaltar, informan de manera previa y exhaustiva de las características de la Entidad, de los productos que se ofrecen, y de las condiciones de contratación, incluidas las económicas. Son escaparate de productos con finalidad informativa, no medios de publicidad comercial. Sobre la distinción entre oferta y publicidad, en términos jurídicos, existe numerosa doctrina; entre las aportaciones recientes, vid. R. FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *Contratación electrónica: la prestación del consentimiento en Internet*, J.M. Bosch, 2001, pp. 38 y ss.

⁽²⁶⁾ El actual régimen de autorización debería simplificarse con objeto de adaptarlo a un medio tan dinámico y cambiante como es Internet. Así, por ejemplo, el Banco de España debería considerar la posibilidad de conceder una autorización marco por cada producto que se publicite en la página *web* de una entidad, autorización que cubrirá cualquier modificación del rendimiento siempre que se mantenga la forma de cálculo de aquél y no se alteren los elementos esenciales del producto o servicio. Todo ello por no mencionar la reivindicación, tantas veces planteada, de que se elimine de una vez este régimen de autorización administrativa previa, absolutamente anacrónico, que hace del sector bancario un reducto extraño y un coto inmune a los principios generales del Derecho de la publicidad.

navegantes de Internet, en las que se describen las características específicas de cada operación. Las páginas operativas en abierto conducen a otra serie de pantallas de acceso restringido a clientes (previa introducción de las claves de identidad y acceso oportunas) en las que se consuma el proceso de contratación.

Tanto las páginas en abierto como aquellas de uso restringido son operativas, ya que para contratar un producto por Internet el cliente debe pasar en primer lugar por las páginas en abierto para llegar a las pantallas de acceso restringido en las que solicita el producto, acepta las condiciones generales aplicables y se confirma la contratación efectuada. Estas pantallas informan al cliente sobre las características de los productos, su rendimiento para el público y los requisitos de información previa a la contratación, tal y como exige por lo demás la propia normativa sobre transparencia contenida en la Orden de 12 de diciembre de 1989 y en la Circular 8/1990.

El nuevo párrafo quinto de la Norma Novena, al excluir del ámbito de la publicidad las informaciones que sobre las características específicas de las operaciones figuran en las páginas operativas de Internet en las cuales se llevan a cabo, debe englobar tanto las informaciones contenidas en las páginas operativas de libre acceso como aquéllas incluidas en las páginas de acceso restringido a clientes. ⁽²⁷⁾.

3. Entidad sujeta al régimen de autorización del Banco de España en el caso de publicidad de una entidad de crédito incorporada a las páginas web de otra entidad de crédito

El nuevo párrafo tercero del apartado 1 de la Norma Novena conceptúa como publicidad sujeta al régimen de autorización del Banco de España la incluida en páginas de terceros. Dentro de este concepto de publicidad se incluye, por tanto, la publicidad que una entidad de crédito puede realizar en las páginas web de otra entidad de crédito.

Si bien la norma no regula expresamente este supuesto, parece evidente que la única entidad sujeta al régimen de autorización administrativa será la entidad prestadora de los servicios financieros objeto de la publicidad y no aquélla en cuyas páginas web se muestran. En otras palabras, la obligación de someter la publicidad que figure en dichas páginas a autorización previa se

⁽²⁷⁾ El acceso a las pantallas transaccionales suele efectuarse a través de la “ventana” o “pestaña” incluida en la página “home” o en una página previa; si en esa “pestaña” se hace referencia al rendimiento de un producto financiero habría que solicitar autorización; en otro caso, no, así como tampoco en relación con los rendimientos que aparezcan a través de mensajes en pantalla tipo “banners” una vez que el usuario ya ha accedido al entorno operativo o transaccional.

refiere exclusivamente a la publicidad de los productos financieros propios de la entidad sujeta. En caso de que los productos o servicios financieros anunciados en el sitio *web* correspondan a otra entidad de crédito, ésta será la entidad obligada a solicitar la autorización, siendo la entidad titular de la página anunciante, es decir el responsable de la oferta publicitaria, un tercero a los efectos del referido párrafo del apartado 1 de la Norma Novena.

4. Comparación entre ofertas de distintas entidades de crédito, que incluya ofertas de productos propios

La comparación entre ofertas de productos y servicios financieros de distintas entidades es un servicio de valor añadido que las entidades de crédito pueden prestar a sus clientes con objeto de facilitarles la comparación de productos y servicios de forma más sencilla, rápida, eficaz y económica. A través de herramientas inteligentes denominadas *comparadores financieros* los clientes pueden conocer, en una misma página *web*, mediante una única consulta y de forma sencilla y transparente, los precios que ofrecen distintas entidades respecto de determinados productos financieros (depósitos, hipotecas, tarjetas, etc.).

El nuevo párrafo cuarto del apartado 1 de la norma Novena sólo excluye del ámbito de la publicidad sujeta a autorización las comparaciones entre ofertas de distintas entidades cuando en ellas no se incluyan productos propios. Pero lo normal es que aun en el supuesto de que las comparaciones contengan productos propios, esta actividad no constituya publicidad en el sentido de la Circular 8/1990 y del art. 2 de la Ley 34/1988, de 11 de noviembre, General de Publicidad: en primer lugar, porque la información suministrada en un “*comparador financiero*” no forma parte de una campaña de difusión y, en segundo, porque el fin de esa información no es promover, directa o indirectamente, la contratación de los productos de la entidad ⁽²⁸⁾.

(28) Como hemos indicado, el “comparador” tiene una finalidad en sí mismo, la de permitir al usuario conocer y comparar las ofertas de distintas entidades según criterios objetivos y con absoluta transparencia. Es más, de dicha comparación resultará en ocasiones que otra entidad ofrece el producto en mejores condiciones que la entidad que presta el servicio del “comparador”, por lo que el cliente estará en condiciones de contratar el producto o servicio con aquélla en lugar de con ésta.

Si la inclusión de la oferta de la propia entidad provoca que el servicio a que nos referimos sea considerado como constitutivo de publicidad a los efectos de la autorización del Banco de España, las entidades de crédito se encuentran ante una disyuntiva cuyo resultado, inevitablemente, redundará en una comparación de ofertas más imperfecta y en perjuicio de los usuarios del servicio: o bien excluye de su “comparador” su propia oferta o bien la incluye sujeta a la obligación de autorización previa del Banco de España.

En suma, no puede entenderse como publicidad la mera comparación entre ofertas de distintas Entidades aunque se incluyan productos propios. Para que, en el servicio comparador, concurra la presencia de actividad publicitaria será necesario algo más que la mera comparación de ofertas comerciales —que es el fin informativo puro de aquel servicio— es decir, habrá de concurrir el elemento proactivo o persuasivo inherente a aquel concepto, la promoción, directa o indirecta, de la contratación de los productos de la entidad.

La norma del Banco de España va dirigida, por tanto, a comparadores que las entidades incorporan a ofertas comerciales de sus propios productos con la finalidad de promover su contratación.

XII. CONTRATACIÓN TELEFÓNICA

La Circular 3/2001 sólo regula la contratación electrónica, dejando al margen la telefónica. Este carácter parcial de la reforma de la contratación bancaria a distancia acometida por la Circular 3/2001 produce algunas dudas hermenéuticas, difíciles de resolver en tanto no se aborde la revisión integral de la Circular 8/1990, ya que a partir de la reforma de 2001 el régimen aplicable a uno y otro canal de distribución comerciales distinto, lo cual puede encontrar justificación en la propia naturaleza de los dos medios pero se separa de la directriz normativa que pretende unificar, bajo una misma regulación, las diferentes modalidades de Banca —y de contratación en general— a distancia. El párrafo que habla de la contratación por medios electrónicos se intercala como párrafo tercero en el apartado 1, detrás de un párrafo introducido en el año 1998 donde se habla de sistemas telefónicos o electrónicos. Sin embargo, el inciso referido a la constancia documental de la contratación, se intercala tras un párrafo que nada dice de los sistemas telefónicos ⁽²⁹⁾.

Existe además otro problema añadido derivado de que la comparación de productos financieros no constituye una actividad legalmente reservada a las entidades de crédito. Los “comparadores financieros” facilitados por entidades distintas a las de crédito podrán contar con una oferta más amplia y actualizar los datos diariamente al no estar obligados, en virtud de la Circular 3/2001, a excluir ninguna entidad o a solicitar autorización previa al Banco de España por publicidad.

Una posible solución consiste en limitar el control del Banco de España a una autorización genérica de la información proporcionada al cliente.

⁽²⁹⁾ Un ejemplo de lo indicado es la regulación del tablón de anuncios, que en el caso de Internet es precisa y apropiada al medio (el “tablón” debe situarse en la página de la entidad en posición suficientemente destacada y que atraiga la atención del cliente, junto con el folleto de tarifas), mientras que en el de la contratación telefónica la Norma quinta, apartado 2, establece que las entidades que trabajen “exclusivamente” en régimen de banca telefónica deberán comunicar por escrito a sus clientes, con periodicidad al menos trimestral, los datos que son de obligada inserción en el referido tablón de anuncios.

Un problema importante es el que suscita la referencia del párrafo final del apartado 1 de la Norma quinta de la Circular 8/1990 a la entrega obligatoria del *“documento contractual en que se acuerde con el cliente la posibilidad de que este pueda acceder a sistemas telefónicos o electrónicos que le permitan la contratación o utilización de los servicios prestados por la entidad”* (introducido por la Circular 3/1966, de 27 de febrero). Este apartado ha dejado de tener sentido en relación con los contratos telemáticos, habida cuenta de que la Circular 3/2001 no pone en cuestión la validez del consentimiento electrónico, en sí mismo considerado, y reconoce de forma expresa la posibilidad de entrega de un contrato bancario por medios electrónicos. Pero subsiste, sin embargo, la duda acerca de la vigencia del mismo en el caso de los contratos bancarios celebrados por teléfono ⁽³⁰⁾.

Seguramente, el Banco de España deberá abordar, quizás vía refundición de Circulares, una revisión en profundidad que coordine y armonice la regulación de los deberes de información y transparencia en los contratos bancarios telefónicos y electrónicos, aunque sin establecer la identidad absoluta de régimen jurídico entre los mismos dadas las diferencias que presentan, sobre todo en orden a la capacidad de información, muy superior, del medio telemático comparado con el telefónico ⁽³¹⁾.

XIII. CONTRATACIÓN A TRAVÉS DE TELEFONÍA MÓVIL AUTOMÁTICA

En principio, la telefonía vocal y los servicios prestados por medio de telefonía vocal quedan excluidos del concepto de servicio de la sociedad de la información y por consiguiente del ámbito de aplicación de la Directiva

⁽³⁰⁾ Si el referido apartado fuera interpretado en el sentido de que las entidades no pueden contratar con sus clientes a través de los medios señalados si antes no se ha firmado un contrato marco por escrito (cabén, desde luego, otras interpretaciones, más acertadas a nuestro juicio, del precepto) habría quedado hoy relegado a la contratación telefónica, y aun ahí con dudas de legalidad importantes; en ningún caso a la operativa electrónica, porque hay normas de rango superior que, como hemos indicado, admiten la validez jurídica del consentimiento electrónico por sí mismo e incluso, como la LSSI, excluyen de forma expresa, para disipar cualquier duda, la necesidad de acuerdo o contrato marco previo. Sería absurdo que cuando la Circular 3/2001 da carta de naturaleza a las comunicaciones telemáticas entre Banco y cliente para canalizar toda clase de informaciones de naturaleza obligatoria, fuese necesario para poder contratar a través de Internet la firma de un contrato escrito fuera de este canal y previo a la utilización del mismo.

⁽³¹⁾ Es probable que sigan existiendo normas de transparencia específicas de las operaciones telefónicas (como la ya mencionada del apartado 2 de la Norma quinta Circular 8/1990), que no son aplicables en cambio a los contratos electrónicos.

2000/31. Así, el Anexo V de la Directiva 98/34/CE por la que se establece un procedimiento de información en materia de normas y reglamentaciones técnicas, dispone que la telefonía vocal queda fuera del referido concepto al no implicar tratamiento y almacenamiento de datos.

El término *telefonía vocal* fue acuñado por la Directiva 90/388/CEE, de 28 de junio, relativa a la competencia en los mercados de servicios de telecomunicaciones y posteriormente por la Directiva 98/10/CE de 26 de febrero de 1998, sobre la aplicación de la oferta de red abierta (ONP) a la telefonía vocal y sobre el servicio universal de telecomunicaciones en un entorno competitivo que vino a confirmar la siguiente definición de telefonía vocal:

“Un servicio a disposición del público para la provisión comercial de transmisión directa de la voz en tiempo real por medio de la red o redes públicas conmutadas, que permita a cualquier usuario utilizar un equipo conectado a un punto de terminación de la red para comunicarse con otro usuario de un equipo conectado a otro punto de terminación;”

En definitiva, la noción de telefonía vocal se compone de cuatro rasgos característicos:

- constituir un servicio público,
- las comunicaciones deben ser ofrecidas con fines comerciales,
- permitir la transmisión directa de la voz en tiempo real,
- estar ligadas a una red pública de telefonía.

En el caso del Internet móvil no se produce transmisión directa de la voz en tiempo real, sino una transmisión de datos, por lo que no encajaría en la definición de telefonía vocal ⁽³²⁾.

La telefonía móvil interconectada a Internet como canal de realización de transacciones bancarias es un medio de acceso a Internet, como lo son el terminal de un PC o la televisión interactiva, entre otros, y, en este sentido, no le es de aplicación la exclusión antes mencionada. Por tanto, las operaciones bancarias ordenadas a través de un terminal de telefonía móvil interconectado a Internet quedarán sujetas al régimen jurídico previsto en la Directiva 2000/31 y demás

(32) Debe anotarse la diferencia entre la telefonía móvil como canal de acceso a Internet, que es el supuesto aquí considerado, y la comunicación telefónica —y la video conferencia— a través del protocolo IP (directamente vía Internet): vid. R. Pinochet Olave, “*Contratos electrónicos y defensa del consumidor*”, Marcial Pons 2001, p. 55.

disposiciones reguladoras de la sociedad de la información y del comercio electrónico ⁽³³⁾. Sin embargo, la legislación no ha podido todavía contemplar las características singulares de ese nuevo medio de contratación electrónica a distancia que es el móvil, cuyas funciones y prestaciones específicas van a reclamar o una interpretación flexible del marco normativo previsto para los contratos celebrados vía Internet desde los ordenadores del cliente y del prestador o bien un régimen jurídico especial todavía pendiente de ser concebido.

(33) Es un servicio de la Sociedad de la Información [“Servicio prestado, normalmente a título oneroso, a distancia, por vía electrónica y a petición individual del destinatario”, Anexo a) LSSI], no está incluido entre las excepciones contempladas en dicho Anexo a) LSSI (que sí afectan a “los servicios prestados por medio de telefonía vocal, fax o telex”) y se ajusta a la definición normativa de “contrato celebrado por vía electrónica” o “contrato electrónico” (“todo contrato en el que la oferta y la aceptación se transmiten por medio de equipos electrónicos de tratamiento y almacenamiento de datos, conectados a una red de telecomunicaciones” [Anexo h) LSSI].

STOCK OPTIONS (OPCIONES SOBRE ACCIONES) Y PLANES DE STOCK OPTIONS DIRIGIDOS A LOS TRABAJADORES (EMPLOYEE STOCK OPTIONS ⁽¹⁾ PLANS ⁽²⁾ -ESOPs)

ANTONIO TAPIA HERMIDA

*Profesor Titular de Derecho Mercantil.
Universidad Complutense de Madrid*

ANTONIO D. TAPIA FRADE

Abogado

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

- 1. Consideraciones generales.**
- 2. Una cuestión metodológica.**

II. LA CALIFICACIÓN JURISPRUDENCIAL DE LA “OPERACIÓN DE STOCK OPTIONS” COMO NEGOCIO JURÍDICO COMPLEJO.

- 1. Negocio jurídico complejo.**
- 2. La trascendencia del propio “Plan”.**

⁽¹⁾ Se define en el *Dictionary of Banking and Finance*, Peter Collin Publishing, Reino Unido, 1991, reedición de 1997, voz “Stock”, p. 230: “stock option = una opción otorgada a favor de un empleado para adquirir acciones de la sociedad a un precio inferior que el precio actual de mercado, en algún momento en el futuro” (“*stock option = option given to an employee to buy stock of the company at a lower price than the current market price, at some time in the future*”). Advirtiéndose en aquella voz *in fine* que, en la práctica, *shares* y *stocks* son términos

- 3. El contrato de opción.**
 - 4. La vinculación entre el Plan y el contrato de opción. Características y elementos del contrato de opción.**
- III. EL PROPÓSITO DEL EMPRESARIO AL OFRECER STOCK OPTIONS DE “PRIMAR LA PROPIA EXISTENCIA DE UNA RELACIÓN LABORAL FIEL”, EL AHORRO DE COSTES Y LA MEJORA DE LOS RESULTADOS.
 - IV. UN NEGOCIO SOMETIDO A TÉRMINO O A PLAZO.
 - V. LA EJECUCIÓN DEL DERECHO DE OPCIÓN CUANDO EL TRABAJADOR HA “CAUSADO BAJA” EN LA EMPRESA.
 - VI. NATURALEZA SALARIAL DE LAS STOCK OPTIONS DIRIGIDAS A FAVOR DE LOS TRABAJADORES Y SU TRANSCENDENCIA A LOS EFECTOS DEL CÁLCULO DE LA INDEMNIZACIÓN POR DESPIDO IMPROCEDENTE.
 - VII. EL VALOR INTRÍNSECO DE LAS “EMPLOYEE STOCK OPTIONS”.
 - VIII. MODALIDADES DE STOCK OPTIONS Y SISTEMAS AFINES.
 - IX. CUESTIONES EN RELACIÓN CON EL DERECHO DE SOCIEDADES Y EL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES.
- 1. Cuestiones en relación con la intervención de la Junta General en la aprobación del “plan” y la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias.**
 - 2. Disponibilidad de acciones mediante ampliación de capital o autocartera.**
 - 3. La implementación del ESOP y su posible calificación de oferta pública de venta de valores.**
 - 4. Breve referencia a los negocios de cobertura.**
-

intercambiables, lo que puede llevar a alguna confusión (“*in practice, shares and stock are interchangeable terms, and this can lead some confusion*”).

En el *Black's Law Dictionary*, West Group, Estados Unidos, quinta edición, 1983, voz “stock option”, p. 738, se define como “el derecho a comprar un número específico de acciones representativas del capital social por un precio determinado y en un momento concreto, normalmente otorgado a favor de los managers y empleados clave” (“*The right to purchase a specified number of shares of stock for a specified price at specified times, usually granted to managers and key employees*”). En la séptima edición, 1999, voz “stock option”, p. 1432, se define como “1. Una opción para comprar o vender una cantidad determinada de acciones a un precio designado durante un concreto período de tiempo, independientemente de las variaciones que sufra su precio de mercado durante dicho período. 2. Una opción que permite a un empleado de una sociedad comprar acciones de tal sociedad a un precio fijo o en un período concreto” (“1. An option to buy or sell a specific quantity of stock at a designated price for a specified period regardless of shifts in market value during a period. 2. An option that allows a corporate employee to buy shares of corporate stock at a fixed price or within a fixed period”).

I. INTRODUCCIÓN

1. Consideraciones generales

Las opciones sobre acciones (en adelante, “stock options”, “SOs”), cuyo origen se data a mediados de los años 80 en sociedades cotizadas en la bolsa de New York ⁽³⁾, si bien también, ya en esas mismas fechas, constituían una práctica generalizada en las sociedades cotizadas británicas y japonesas, son una “moderna forma de remuneración del trabajo” ⁽⁴⁾. Tal sistema, establecido inicialmente a favor de los administradores sociales ⁽⁵⁾ y, en especial, a favor de quienes se ocupan de la gestión de la sociedad y del desarrollo de su objeto

Según el *Ninth New Collegiate Dictionary*, Merriam-Webster Inc., Estados Unidos, 1983, “voz stock option”, p. 1160, es “un derecho otorgado por una corporación a sus directivos o empleados como una forma de compensación que permite la compra de acciones de la corporación a un precio fijado en un momento determinado con reembolso derivado de la diferencia entre el precio de compra y el precio de mercado” (“A right granted by a corporation to officers or employees as a form of compensation that allows purchase of corporate stock at fixed price at a specified time with reimbursement derived from the difference between purchase and market prices”).

Sobre la falta de significado unívoco del término “options”, *vid.* Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (Sala Cuarta) de 30 de marzo de 2000.

⁽²⁾ En el *Black's Law Dictionary*, West Group, Estados Unidos, séptima edición, 1999, p. 1431, se define como plan de opciones sobre acciones (“stock-purchase plan”) “un acuerdo en virtud del cual un empresario (corporación) permite a sus empleados comprar acciones del capital social de la corporación” (“An arrangement by which an employer corporation allows employees to purchase shares of the corporation's stock”).

⁽³⁾ New York Stock Exchange (NYSE), el mayor mercado bursátil del mundo, ubicado en el núm. 11 de Wall Street, calle por la que se le conoce generalmente, tanto en el lenguaje coloquial como en el de los medios de información general.

⁽⁴⁾ MOLINA NAVARRETE, C., “La dimensión jurídico-salarial de los employee stock options plans: La doctrina legal ¿zanja o relanza la polémica?”, RTSS núm. 229, CEF, abril 2002, p. 63.

⁽⁵⁾ Indica SÁNCHEZ CALERO F., (*La Sociedad cotizada en bolsa en la evolución del derecho de sociedades*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 2001, pp. 276-277), “con independencia de otros sistemas de remuneración de los administradores, y siendo compatible con ellos, los estatutos podrán prever que los miembros del consejo de administración sean retribuidos mediante entrega, a título retributivo u oneroso, de acciones de la propia sociedad o mediante la concesión de derechos de opción de compra de las mismas. Este sistema de remuneración en las sociedades cotizadas, que se ha extendido en los países occidentales, ha tenido una regulación relativamente detallada dentro de nuestro ordenamiento, que se ha visto completada por disposiciones de diverso rango del mercado de valores”.

social, se extiende ⁽⁶⁾ con gran rapidez al conjunto difuso de los directivos o managers, para llegar a ser aplicado a parte o a la totalidad de los trabajadores de la empresa o del grupo en el que ésta se incluye ⁽⁷⁾, especialmente en sectores económicos donde la gestión del conocimiento constituye el principal activo de la sociedad (siendo ejemplar al respecto lo sucedido en el sector de las nuevas tecnologías).

Las stock options se muestran como una singular sistema retributivo, adecuado a un sistema financiero globalizado, propio de la “era de las finanzas” ⁽⁸⁾, aplicado generalmente por grandes corporaciones y sociedades cotizadas y en

⁽⁶⁾ El 99% de las empresas incluidas en el índice Standard&Poor’s cuentan con planes de stock options. Ha jugado a favor de su implantación la circunstancia de que “las empresas que utilizan esta forma de retribución como compensación de un sueldo inferior pueden parecer más rentables que las que sólo pagan remuneración en efectivo, ya que las primeras no registran como gasto el importe correspondiente a las stock options”, según aparece en Expansión (Empresas) de 18-2-2002, p. 8.

⁽⁷⁾ Tiene reflejo en los Informes PEPPER (“promoción de la participación de los trabajadores en los beneficios y en los resultados de las empresas”), elaborados según la Recomendación del Consejo 92/443/CEE, de 27 de julio de 1992. Concretamente, el Informe de la Comisión-PEPPER II, de 1996 [COM (96) 697 final, de 8-1-1997], al describir las fórmulas de participación financiera de los trabajadores distingue dos categorías principales: A) Participación en beneficios; B) Accionariado de los trabajadores. Dentro de esta segunda categoría aparecen como subtipos: a) “OCA”, opción de compra de acciones; b) “ADCA”, opción discrecional de compra de acciones.

⁽⁸⁾ Los cambios que en las últimas décadas del siglo XX se han venido fraguando con el predominio de la “economía financiera” sobre la “economía industrial” suponen un cambio de modelo económico y social, que inevitablemente está llamado a tener reflejo en el Derecho que atiende a tal cambio generando nuevas instituciones jurídicas y sometiendo a reelaboración las ya existentes, conforme a las ideas rectoras y valores asociados al nuevo modelo económico, bien que por lo de ahora en sus primeras manifestaciones, pues solo estamos “presenciando las primeras etapas de la Era de las Finanzas, un período histórico caracterizado por la fuerza rectora de las actividades financieras, las cuestiones estratégico-financieras e, incluso, los valores morales asociados a las finanzas” (FONTELA, E., *El empresario del siglo XXI*, Ediciones Pirámide, Madrid, 2000, p. 10).

Efectivamente “en este nuevo modelo económico todo parece indicar que las finanzas han sustituido a la industria en su papel de líder de la actividad económica, que mantuvo desde la Revolución Industrial, hasta comienzos de los años 70 del siglo XX. Esto significa que las finanzas han sustituido o están sustituyendo a la industria y los valores que presiden el nuevo modelo de desarrollo económico” (PRIETO PÉREZ, E., *La Era de las Finanzas - Mercados Financieros y Globalización*, Real Academia de Doctores, Madrid, 2002, p. 6).

Los sectores del ordenamiento jurídico que, por obvias razones, más van a verse comprometidos, directa e inmediatamente, en ese cambio, son el derecho mercantil y el derecho del trabajo, utilizando una división del ordenamiento jurídico más didáctica que real, pero aceptada por nuestro texto constitucional.

constante expansión ⁽⁹⁾. Circunstancia que en absoluto impide el ser aplicado a sociedades capitalistas no cotizadas y sin consideración a su dimensión ⁽¹⁰⁾.

El cambio de la “era industrial” a la “era de las finanzas” trae consigo otro fenómeno no menos importante para el Derecho en general y para las citadas ramas del mismo, en particular, que consiste en la “globalización” o “universalización” de la economía, fenómeno novedoso, al menos por su intensidad y grado de realización, bien que en todas las civilizaciones haya estado presente el paradigma de lo universal, siendo ejemplo al respecto precisamente el “sistema financiero” [conjunto de instituciones, entidades y operaciones a través de los cuales se canaliza el ahorro hacia la inversión, suministrando (oferta) dinero u otros medios de pago para financiar las actividades de los operadores económicos (demanda), según la definición dada por la Sentencia 133/1997 de 16 de julio de 1997 del Tribunal Constitucional (Pleno), Fundamento Jurídico núm. 3, que además, precisa: “El concepto de mercado de valores no se entiende si no es integrado en el concepto más amplio de ‘sistema financiero’ del que forma parte (...) el mercado de valores no es sino un elemento o parte integrante del sistema financiero. En concreto aquel que comprende las operaciones de colocación y de financiación a largo plazo, así como las instituciones que efectúan principalmente estas operaciones. Más específicamente aún, el elemento definidor del mercado de valores lo constituyen los valores negociables —representados por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos— emitidos por personas o entidades públicas o privadas, y agrupados en emisiones”]. La economía financiera ha logrado un “estatus global e irreversible” (PRIETO PÉREZ, E., *opus cit.*, *La Era de las Finanzas - Mercados Financieros y Globalización*, p. 7), desfasando el marco institucional existente de relaciones industriales propio sistema de la “era industrial”.

La transcendencia del paso de la era industrial a la era de las finanzas, pórtico de todos los cambios jurídicos iniciados y por venir, se expone con precisión en los términos siguientes: “En la Era de la Industria, la posición dominante de la actividad económica correspondía al sistema productivo, que estaba liderado por los capitanes de empresas, portadores del espíritu de empresa. Las Finanzas eran necesarias y también estaban presentes, e incluso se reconocía que sin ellas no podía existir un sistema económico moderno; sin embargo, su papel no era de liderazgo, considerándose que estaban al servicio de las empresas, de modo que para el sistema productivo la actividad financiera era un sector de servicios como otros muchos. La transformación operada en los últimos veinte años supone la inversión de posiciones. En la Era de las Finanzas, éstas asumen el liderazgo e introducen un nuevo lenguaje, nuevos modelos operativos e imponen sus puntos de vista y valores. El beneficio ya no es necesariamente una consecuencia de una mejor y mayor producción de bienes y servicios, no requiriendo del espíritu de empresa. En la concepción financiera del beneficio, éste aparece como el resultado de decisiones financieras (de Inversiones y Financiación), operaciones financieras y especulativas” (PRIETO PÉREZ, E., *opus cit.*, *La Era de las Finanzas - Mercados Financieros y Globalización*, pp. 12-13).

⁽⁹⁾ “Las empresas están utilizando las opciones cada vez más como una forma de pago a sus empleados”, en *El País de los Negocios* de abril de 2002, p. 10.

⁽¹⁰⁾ “Como es lógico los programas (...de stock options) valen tanto para sociedades cotizadas como no cotizadas”, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Participación de trabajadores y directivos en el capital de las sociedades anónimas. Examen de la cuestión en derecho societario”, en *Derecho de Sociedades. Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, T. I, McGraw-Hill, Madrid, 2002, p. 883.

Asimismo, debe advertirse, especialmente cuando sus beneficiarios son los administradores sociales, que las stock options pueden presentar otras implicaciones distintas de la retributiva ⁽¹¹⁾.

Ciertamente, cabe afirmar que las stock options son un sistema retributivo, ya que el propósito de captación de ahorro mediante stock options, si existiera, sería marginal. Asimismo, abunda en su carácter remunerativo la circunstancia de que en la generación de los beneficios (diferencial por el incremento del valor de las acciones) interviene, al menos siempre teóricamente, el esfuerzo del trabajador por cuenta ajena (y el administrador lo es) ⁽¹²⁾, es decir, aquel beneficio no se genera exclusivamente por la actividad de terceros. Igualmente, refuerza su carácter retributivo el hecho de que mediante las stock options el trabajador obtiene una remuneración y no realiza una inversión ⁽¹³⁾, aun cuando su montante se pueda incrementar mediante especulación ⁽¹⁴⁾, limitándose las stock options a ser “un singular sistema de complemento retributivo de los administradores, directivos y otros trabajadores” ⁽¹⁵⁾, propio de la era de las finanzas, incluso cuando los beneficiarios derivados de aquellas sean únicamente los administradores sociales y puedan tener la finalidad de reordenar la participación en el capital, con las consecuencias inherentes a la modificación pretendida.

(11) SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Las llamadas stock options y las formulas mágicas de la ciencia jurídica”, en *Derecho de Sociedades- Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, T. II, McGraw-Hill, Madrid, 2002, p. 1493.

(12) Vid. TAPIA HERMIDA, A., “Un nuevo modelo de prestación de trabajo por cuenta ajena: la actividad gestora de los administradores de sociedades mercantiles capitalistas”, RTSS, núms. 209-210, CEF, agosto-septiembre 2000, pp. 67 y ss., también “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”, en *Derecho de Sociedades- Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, T. II, McGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 1541 ss.; vid. PEDRAZZOLI, M., “El trabajo que cambia: problemas de calificación y método”, RFDCU núm. 14 (monográfico), pp. 111-123; RUIZ DEL CASTILLO, M.M., “Delimitación subjetiva del derecho del Trabajo. Un interrogante específico: el trabajo parasubordinado”, RL, 1991 II, pp. 135-188.

(13) Es procedente aquí hacer referencia a los “investment contracts” y su contribución al concepto de “security”, así como al “catchball”.

(14) Sobre la “normalidad” del beneficio mediante la especulación en la “era de las finanzas” se debe hacer recordatorio de lo acontecido respecto del interés como “ganancia mercantil”; vid. PETIT, C., “Signos financieros y cosas mercantiles o los descubiertos de la ilustración cambiaria”, en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verderra Tuells*, T. III, La Ley, Madrid, 1994, especialmente pp. 2148-2153.

(15) IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *Stock options, economía, política retributiva y debate social*, Dykinson, Madrid, 2000, p. 23.

Cabría señalar igualmente, que los esquemas retributivos alternativos caracterizados por la entrega de stock options, como realidad compleja y caleidoscópica, pueden ser analizados desde una multiplicidad de enfoques que permitirán un acercamiento conceptual más apropiado a los mismos.

En consecuencia, si bien un análisis desde un enfoque estrictamente remunerativo ha de considerarse válido (dicha característica constituye su aspecto más destacado, especialmente cuando se dirigen a los trabajadores), entendemos que éste no debe ser el único prisma a través del cual deben ser analizados dichos esquemas, puesto que pueden significarse otras funciones de diferente naturaleza a la netamente retributiva, sin duda importantes, que pueden pretenderse alcanzar mediante las stock options.

En nuestra opinión y para la determinación del objetivo de la implementación de un ESOP por una corporación, otro de los elementos clave que debe ser analizado y que permitirá una delimitación correcta del fenómeno cuyo análisis nos ocupa pasa por el reconocimiento previo del papel determinante de los trabajadores en la creación de valor en la empresa, circunstancia que debe ser enlazada con las modernas teorías de gestión del capital humano y del conocimiento, en cuanto elementos de valor esencial en la sociedad de la era de las finanzas.

En relación con la cuestión que acabamos de plantear, si bien el análisis del elemento teleológico que proponemos, aparentemente, sólo podría ser inicialmente dilucidado a la luz de un proceso de estudio empírico, que partiría de la premisa de que el objetivo perseguido por cada sociedad-empleadores el propio determinado como tal por cada sociedad (implicación de los trabajadores, fidelización, etc.), el análisis subsecuente de cada una de dichas finalidades contiene un elemento común a todos ellos constitutivo del sustrato básico subyacente o finalidad común, última o central perseguida por una sociedad-empresario a través de la implementación de un ESOP: la maximización del valor de la empresa mediante la implicación de quienes trabajan⁽¹⁶⁾ para la “empresa” que constituye el objeto social.

Debemos destacar, *ab initio*, que las stock options no suponen el renacimiento del “accionariado obrero”, caído en desuso y mediante el cual se pretendía reformar la estructura de la empresa capitalista, sino que, como hemos

(16) El término “implicación” es polisémico. Aquella expresión “*implicación de los trabajadores*” ha sido puesta de máxima actualidad por el **Reglamento (CE) n.º 2157/2001** del Consejo, de 8 de octubre de 2001 (DOCE L-294 de 19-11-2001) por el que se aprueba el **estatuto de la Sociedad Anónima Europea (SE)**, y muy especialmente por la **Directiva 2001/86/CE** del Consejo, de 8 de octubre de 2001 *por la que se completa el estatuto de la Sociedad Anónima Europea en lo que respecta a la implicación de los trabajadores*.

señalado anteriormente, mediante aquellas, la sociedad-empresario procura la maximización de su propio valor a través de la implicación del personal en la marcha de la empresa, estimándose que “el sentimiento de ‘estar en el mismo barco’ puede verse reforzado por la propiedad (presente o futura) del capital social, con lo que, previsiblemente, se elevará el nivel de esfuerzo” de los trabajadores ⁽¹⁷⁾. No obstante, debe señalarse que dichos efectos incentivadores de la productividad de los trabajadores también han sido criticados tanto porque el porcentaje de acciones que puede corresponder a cada trabajador resultará a la postre minúsculo como porque, si alguno, serán muy pocos los trabajadores cuyo esfuerzo pueda influir en la mejora de los resultados empresariales.

Del “incremento de valor de la empresa” podemos conceptualmente separar otras finalidades que se pretenden con la implantación de los planes de stock options, calificadas, en ocasiones, de intermedias o accesorias al objetivo último anteriormente descrito. Entre ellas cabe destacar la “fidelización” de los trabajadores, es decir, procurar mediante la implementación de esquemas retributivos alternativos en la empresa la permanencia o vinculación a la misma bien de todos o la mayoría de los trabajadores, bien solamente de aquellos que ocupan puestos clave (*key employees*), por razón de la expectativa de percibir una remuneración extraordinaria que, en muchos casos, excederá del importe total de su salario anual.

También se ha destacado que las stock options “tienen como finalidad hacer de los trabajadores un grupo más dispuesto a aceptar los cambios organizativos, más flexible ante las modificaciones que supongan una reducción de mano de obra y más inclinado a sugerir mejoras en las operaciones” ⁽¹⁸⁾.

Ajenas a la mejora de la productividad, y eventualmente, se asignan a las stock options otras finalidades tales como la instrumentación por parte del grupo de control de la sociedad de un medio de defensa frente a posibles ataques hostiles o, simplemente, el contar con un grupo de acciones en “manos amigas”, más proclives al continuismo que a cambios en la dirección societaria y empresarial. También, en determinados sistemas jurídicos, se han atribuido a las stocks options unas marcadas finalidades fiscales ⁽¹⁹⁾.

(17) MERCADER UGUINA, J.R., *Modernas tendencias de la ordenación salarial*, Aranzadi, Pamplona, 1996, p. 211.

(18) MERCADER UGUINA, J.R., *opus cit.*, *Modernas tendencias de la ordenación salarial*, p. 216.

(19) La denominación de “incentive stock options (ISOs)”, más que al logro de un incremento de la productividad de los trabajadores, alude al derecho de suscripción y a los beneficios fiscales otorgados a tales planes que, cuando son “qualified”, pueden llegar a tener que tributar sólo a la reventa del subyacente, pero no en el momento de la suscripción ni del ejercicio del derecho de opción.

En tesis general, las stocks options, como sistema retributivo que podría ubicarse bajo la genérica denominación de participación en beneficios ⁽²⁰⁾ o en el valor de la empresa ⁽²¹⁾, tiene para quienes lo perciben, administradores, directivos y/o trabajadores, como finalidad el obtener una atribución patrimonial y para quien lo concede, la sociedad-empresario, “lograr un incremento del valor de la empresa, en consecuencia, una mayor consolidación de la sociedad en el mercado” ⁽²²⁾.

Esta divergencia de intereses puede considerarse aparente pues, en definitiva, dado que la remuneración consiste en la entrega de acciones o se establece en función del valor de las mismas, la finalidad última de los sistemas retributivos alternativos es maximizar el valor de la sociedad-empresa para sus accionistas (noción polisémica, más económica que jurídica, pero que, con general aceptación, constituye una reformulación del “interés social” ⁽²³⁾), y para cua-

(20) La literatura jurídica sobre la participación en beneficios es muy amplia; baste con citar, en nuestra doctrina, a DE LA VILLA GIL, L.E., “la naturaleza jurídica de la participación en beneficios”, en *Diecisiete lecciones sobre participación en beneficios*, FDUCM, Madrid, 1967, pp. 221-249; LÓPEZ-TERRUÉLA, F., “Participación en beneficios y accionariado obrero”, en *Estudios sobre ordenación del salario*, Universidad, Valencia, 1976, pp. 275-302; GARCÍA ORTEGA, J., “El salario en régimen de participación en beneficios”, en *Estudios sobre el salario*, ACARL, Madrid, 1993, pp. 491-510; GÓNZÁLEZ LABRADA, M., y VALLEJO D’ACOSTA, R., “La participación en los beneficios y resultados de la empresa y la flexibilidad salarial”, en *La reforma del mercado de trabajo y de la Seguridad Social, XII Jornadas Universitarias Andaluzas de Derecho del Trabajo y Relaciones Laborales*, Universidad de Granada, 1996, pp. 303-321.

(21) Sobre el accionariado obrero existe una ingente literatura jurídica; baste con la cita, en nuestra doctrina, de SUÁREZ GONZÁLEZ, F., “Accionariado obrero y capitalismo popular”, en *Diecisiete lecciones sobre participación en beneficios*, FDUCM, Madrid, 1967, pp. 269-282, y de ROMERO BURILLO, A.M. y MORENO GENER, J., “La adquisición de participaciones societarias como fenómeno de huida del Derecho del Trabajo”, AS núm. 5, 1999, pp. 123-213.

(22) ÁVILA DE LA TORRE, A. y MORALEJO MÉNDEZ, I., “Los nuevos sistemas de retribución de los administradores, trabajadores y personal de alta dirección. La reforma introducida por la Ley 55/1999 de 29 de diciembre”, p. 194.

(23) Sobre el interés social vid. ARROYO, I., “Reflexiones en torno al interés social”, en *Derecho de Sociedades. Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, T. II, McGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 1845 ss., que, en p. 1858 concluye: “el interés social es un concepto autónomo, que habrá de concretar el Juez en cada caso, alejándose de fáciles asimilaciones con el interés mayoritario o legal, pero teniendo en cuenta la pluralidad de intereses que concurren en la supervivencia de la empresa”.

lesquiera otras personas que pudieran estar interesadas en la actividad de empresa que desenvuelve la sociedad (“*stakeholders*”) (24).

Lo expuesto no obsta a que la bondad de estos sistemas retributivos alternativos haya sido objeto de valoraciones contrapuestas. Así, se alude a “la conveniencia de que los administradores y los altos directivos de las sociedades participen en el capital de la empresa en que trabajan” (25), porque “no se conoce mejor fórmula para transmitir al mercado confianza en la compañía y en todo el equipo gestor que apostar con el patrimonio personal por la buena marcha” (26). En sentido muy distinto se ha puesto de manifiesto que mediante los citados sistemas remunerativos los directivos pasaron “a manipular el sistema para conseguir ganancias a corto plazo” (27). Esto es, que a causa de las *stock options* que habían suscrito “los rectores de las empresas pasaron a interesarse a toda costa en producir resultados que hincharan la cotización bursátil, de modo que ellos capitalizaran de forma multimillonaria sus cuentas corrientes. De ahí la contabilidad agresiva” (28).

(24) La creación de valor para el accionista, esto es la valoración de las acciones, “es función de tres niveles de información: la situación general de la economía, el sector y la empresa”, indican CUERVO GARCÍA, A. y FERNÁNDEZ, A.I., “Decisiones financieras y valor de mercado de la empresa”, en *Curso de bolsa y mercados financieros* (Director, José L. Sánchez Fernández de Valderrama), Ariel, 2001, p. 187.

Esta circunstancia parece reconocerse en la nueva regulación del IRPF (en trámite parlamentario), al exigirse, para la obtención del mejor tratamiento fiscal de las *stock options*, que se repartan entre toda la plantilla, esto es, que sean beneficiarios todos los trabajadores de la empresa.

(25) BARBERÁN, J.M., “¿Cómo ser accionista de mi empresa?”, *El País* (Negocios) 3 de marzo de 2002, p. 13.

(26) BARBERÁN, J.M., “¿Cómo ser accionista de mi empresa?”, *El País* (Negocios) 3 de marzo de 2002, p. 13.

(27) MARTÍNEZ RETUERTO, R., “La crisis contable divide a EEUU”, *El País* (Negocios) de 3 de marzo de 2002, p. 17, en palabras atribuidas al presidente de la Reserva Federal de EEUU, Alan Greenspan, que encuentra en el “clamor de los años ochenta” de vincular la retribución de los ejecutivos a la marcha de las empresas, el origen del caso Enron. El autor, en la misma página, seguido y bajo la rúbrica de “Incentivos malsanos”, recoge las siguientes palabras de Alan Greenspan: “entre 1995 y 2000 casi el 3% de las ganancias anuales de las empresas derivaron del hecho de que en las grandes corporaciones se emplearon como retribución opciones sobre acciones en vez de dinero”, añadiendo: “en 1995, la retribución de un consejero delegado de una corporación de EEUU constaba de un 41% en salario, un 42% en incentivos a largo plazo, sobre todo opciones sobre acciones, y un 17% en incentivos a corto, como primas, extras y demás. En el cambio de siglo, la relación había pasado a ser 18%-65%-17%, mientras la retribución promedio ascendía del millón de dólares a los 2,85 millones. Con razón tenían los ejecutivos alicientes para hacer subir artificialmente el valor de las acciones”.

(28) MARTÍNEZ RETUERTO, R., *opus cit.*, “La crisis contable divide a EEUU”, p. 17, que añade: “ahora se va a poner coto legal a ese sistema y los Principios Contables Generalmente Aceptados (GAAP) por los que se rige el sistema de contabilidad de los Estados Unidos recibirán una cuantas páginas más de normas (...). La Comisión Europea considera que los GAAP dejan demasiado que desear y han planteado como alternativa los suyos, los Estándares Internacionales de Contabilidad (IAS), que Bruselas propone como modelo a seguir en todo el mundo, incluido Estados Unidos”.

Precisamente, de los tres niveles de información utilizados por el mercado para la valoración de las acciones, la situación general de la economía, del sector y de la empresa, ha sido este último el que más interferencias y desviaciones irracionales ha sufrido, debido a las manipulaciones del management, con la consecuencia de inevitables conflictos entre accionistas y directivos. Cuestiones que surgen “porque la separación entre propiedad y control y la posible dispersión de la propiedad, así como la asimetría de información entre los diversos agentes, dificulta el control de las decisiones directivas y facilitan la (su) discrecionalidad en la persecución de objetivos diferentes a la creación de valor de la empresa” (29). Circunstancia, a su vez, determinante de que las stock options aparezcan vinculadas al “agency cost” y al “corporate governance”.

A la cuestión del alineamiento de intereses entre los directivos y los accionistas se suma la del alineamiento entre los intereses de los trabajadores, en cuanto accionistas, a consecuencia del ejercicio por su parte de las stock options, y los de los directivos, así como la búsqueda de la paz social en la empresa, al considerar que los trabajadores, por su condición de accionistas, son más proclives a la misma.

La fidelización de los directivos y de los trabajadores a la empresa (30) constituye uno de los fines tradicionalmente asociados a las stock options (31), al que también puede añadirse el de la búsqueda de un coste de capital adecuado mediante la colocación entre los propios trabajadores de una ampliación de capital.

(29) CUERVO GARCÍA, A. y FERNÁNDEZ, A.I., *opus cit.*, *Decisiones financieras y valor de mercado de la empresa*, pp. 184-185.

(30) Indica MONTOYA MELGAR, A., *La buena fe en el contrato de trabajo*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 2001, siguiendo a Dickinson, J. y Emler, N., en p. 29, que “la interiorización de los valores del sistema implica la existencia de un tipo de trabajador ‘perfectamente socializado’, entendiendo por tal el que observa ‘una actitud positiva hacia la autoridad institucional, un compromiso firme con el principio de equidad (...), una perspectiva sobre las obligaciones morales’. La idea del ‘compromiso corporativo’ (...) implica la adhesión del trabajador a los objetivos y valores de la organización y la conducta consecuente con esa adhesión”. Sobre los métodos para que el nuevo empleado asuma el patrón de creencias y valores que conforman la llamada “cultura” de la empresa, vid PINAZO CALATAYUD, D., y CARRERO PLANES, V., “Comunicación interna: Un plan para la persuasión de los nuevos trabajadores”, RTSS, (CEF) pp. 99 ss.

(31) Según DURÁN LÓPEZ, F., “Opciones sobre acciones y viejo Derecho Laboral”, *Expansión* de 24 de enero de 2002, p. 54, “los programas de opciones sobre acciones se han considerado también, como un instrumento de fidelización de los trabajadores. Éste es, sin embargo, un efecto ‘añadido’, que se puede perseguir a través de diversas medidas (estableciendo un periodo de carencia para el ejercicio de las opciones, restringiendo la disponibilidad de las acciones una vez obtenidas, etc.) y que opera, sobre todo, más en relación con el personal directivo (y técnico) que con los trabajadores comunes”.

Partiendo del propósito, siempre presente, de maximizar el valor de la empresa, el ofrecimiento de stock options no necesariamente persigue el logro de todas las finalidades o propósitos hasta ahora enumerados. Así, cuando la sociedad decide implantar un plan de stock options, la principal finalidad perseguida dependerá, esencialmente, de a quiénes se dirija y, desde luego, de su contenido concreto. En consecuencia, el propósito perseguido muy probablemente no será idéntico cuando el plan se dirija a los componentes del management que cuando se dirija a trabajadores ordinarios.

Ciertamente, las stock options van dirigidas a un colectivo determinado de individuos, que constituyen un subconjunto del definido por la pertenencia ⁽³²⁾ a una determinada organización empresarial y el desarrollo en la misma de un “trabajo por cuenta ajena” ⁽³³⁾, bien porque estén obligados, en cuanto que ad-

(32) En términos de lógica de clases o álgebra booleana.

(33) Sobre el carácter de “por cuenta ajena” de la prestación de su actividad o trabajo por el administrador cabe recordar que se viene abordando de antiguo por la doctrina. Efectivamente, ya en su momento la mejor doctrina manifestó su disconformidad con la calificación legal que llevaba a efecto el C. de c. de la relación de los administradores con la sociedad, a los que consideraba mandatarios, ex artículos 122 y 156, siguiendo la tradición francesa, indicando que aquella relación era más compleja, pues, destacaba GARRIGUES, J., *Tratado de Derecho Mercantil*, T. I, V. 2, Facultad de Derecho, Madrid, 1947, p. 1035, “su situación jurídica frente a la sociedad descansa en un contrato de empleo que vincula a ambas partes. La relación jurídica de empleo se descompone luego en facultades y deberes de gestión en lo interno (contrato de mandato o contrato de servicios) y de representación en lo externo”.

Resulta especialmente manifiesto el trabajo por cuenta ajena del administrador en aquellas posiciones doctrinales que consideran que la relación de aquel con la sociedad es contractual. Calificado el contrato entonces *sui generis*, y denominado como de administración, se indica que “debería integrarse través de la disciplina, a veces contradictoria entre sí, del mandato, del arrendamiento de servicios, e incluso del contrato de trabajo, como contradictorias son las dos notas que caracterizan la relación de administración: la subordinación y la autonomía”; POLO, E., “Los Administradores y el Consejo de Administración de la Sociedad Anónima”, en *Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles*, Civitas, Madrid, 1992, p. 51.

En torno al trabajo por cuenta ajena de los administradores sociales, TAPIA HERMIDA, A., *opus cit.*, *Un nuevo modelo de prestación de trabajo por cuenta ajena: la actividad gestora de los administradores de sociedades mercantiles capitalistas*, pp. 67 y ss. (“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”) pp. 1541 ss. también “La alta dirección empresarial (Administradores y Altos cargos)”, en *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al profesor Manuel Broseta Pont*, T. III, Tirant lo blanch, Valencia, 1995, en pp. 3723 y ss.; Abundan en la característica del “trabajo por cuenta ajena del administrador social DESDENTADO BONETE, A. y DESDENTADO AROCA, E., *Administradores sociales, Altos directivos y Socios trabajadores*, Lex Nova, Valladolid, 2000, p. 52. Sobre la ajeneidad ALONSO OLEA, M., *Introducción al Derecho del Trabajo*, Civitas, Madrid, 1994 (quinta edición), especialmente pp. 56-57; MONTROYA MELGAR, A., *Derecho y Trabajo*, Civitas, Madrid, 1997, especialmente pp. 22-28, en p. 24 indica: “ha de decirse que la ajeneidad, el actuar por cuenta de otro, no es una figura creada por el Derecho del Trabajo ni exclusiva de él: el representante, el mandatario, el gestor de negocios ajenos, el comisionista o

ministradores sociales, al “desarrollo de los actos en que se concreta la gestión de la empresa que constituye el objeto social”⁽³⁴⁾ (circunstancia que determina y procura precisamente su incardinación en la organización de la sociedad-empresa, y constituye su competencia más típica, a la que se puede anudar

el administrador, actúan evidentemente por cuenta de otra persona. Sin embargo, la figura de la ajeneidad recibe un tratamiento técnico específico en el Derecho del Trabajo”.

Como en tantas otras ocasiones en el Derecho, y por no hacer un juicio rotundo, su “razonabilidad” o la explicación de fenómenos jurídicos se encuentra en el puro devenir histórico, extremo en el que son singularmente ilustrativas las observaciones de ALONSO OLEA, M., en “Las raíces del contrato de trabajo”, AARAJL, núm. 21, 1989, pp. 400-416, de las que conviene destacar, p. 401, las siguientes palabras: “En el código Civil, pese a las apariencias, lo que hoy llamamos contrato de trabajo, y en él se llama arrendamiento de servicios, aparece perfectamente individualizado y separado del arrendamiento de cosas”; GÓMEZ-IGLESIAS, A., *La influencia del Derecho Romano en las modernas relaciones de trabajo*, Civitas, Madrid, 1995, que, a modo de conclusión, en p. 79 afirma: “De todo lo que hemos expuesto puede deducirse un dato objetivo o de experiencia: nuestro Derecho laboral actual, aun a pesar de las grandes modificaciones operadas, no ha abandonado los esquemas generales fijados por los jurisconsultos romanos”.

La Jurisprudencia constitucional ha destacado el amplio margen que tiene el legislador ordinario para delimitar el ámbito de las relaciones laborales, sin estar limitado más que por la propia constitución, pudiendo someter la prestación del trabajo por cuenta ajena a diferentes regímenes jurídicos, laborales, mercantiles o civiles. Es al respecto contundente la STC 227/1998 (Pleno) de 26 de noviembre, que establece: “El concepto de trabajador por cuenta ajena, a los efectos de aplicación del conjunto normativo que constituye el denominado Derecho del Trabajo, y de su regulación por la norma estatutaria a la que remite el mencionado art. 35.2 CE, no aparece expresamente definido en la Norma suprema y no se halla, por tanto, constitucionalizado. Es al legislador a quien corresponde, pues, su determinación y la articulación de un régimen jurídico de carácter estatutario. La calificación como laboral o no de las relaciones contractuales, y el correlativo régimen jurídico aplicable a las mismas, es tarea que incumbe al legislador estatal (...), conforme a los criterios que al respecto adopte en orden a dicha configuración, para, en función de tales criterios, someter la prestación de servicios al ordenamiento laboral o a la regulación propia de los contratos civiles o mercantiles. En esta tarea la libertad del legislador no encuentra otros límites que los derivados de la Constitución (...). Pues bien, aplicando los criterios reiteradamente mantenidos por la Jurisprudencia constitucional, la vinculación al principio de igualdad no impide al legislador laboral la diversificación de regímenes jurídicos...”.

De entre la Jurisprudencia ordinaria procede citar, por su claridad, la STS, Sala Cuarta, de lo Social, Sentencia de 29 de enero de 1997 (Rec. cas. 2577/1995), a cuyo tenor “el administrador social, que trabaja para la sociedad en cuanto órgano de la misma, es un trabajador por cuenta ajena, con independencia de que el régimen de su relación de servicios sea mercantil”, precisando que “en el sistema productivo actual, el trabajo asalariado es el más importante, conocido y característico de los trabajos por cuenta ajena, por lo que el uso indistinto de una y otra expresión es frecuente. Pero esta vía de interpretación no es, evidentemente, la única posible (...) los trabajadores por cuenta ajena comprenden a todos los que lo son en el sentido estricto de la expresión, incluyendo a aquellos que, como los administradores sociales ejecutivos, no prestan su trabajo en régimen de dependencia y no se rigen por la normativa laboral”.

(34) SÁNCHEZ CALERO, F., “Administradores” en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (Dir. Sánchez Calero, F.), T. IV, Edersa, 1994. p. 21; vid. también pp. 101 y ss.

eventualmente un contrato de gestión de la sociedad ⁽³⁵⁾ representando a la corporación en esa actividad de empresa; o bien porque ejerce tal actividad de

(35) Sobre ese contrato, que da una idea muy precisa del “trabajo por cuenta ajena” del administrador, indica SÁNCHEZ CALERO, F., “Efectos del nombramiento y aceptación de los administradores en la Ley de Sociedades Anónimas”, en *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*, T. III, Tirant lo blanch, Valencia, 1995, pp. 3403-3407, lo siguiente: “La existencia de la relación orgánica, que deriva del nombramiento y la aceptación de la persona titular del órgano administrativo, puede ir unida en determinados casos a una relación que derive de un contrato que concluya la sociedad con el administrador, que sirva para determinar ciertas obligaciones y derechos del administrador frente a la sociedad. Tal sucede en el supuesto de que el administrador tiene funciones ejecutivas (...) no debe confundirse la relación interna de administración, en la que el administrador es titular del órgano, con la relación intersubjetiva que pueda establecerse entre aquella sociedad y el administrador con el fin de regular las condiciones que afectan al desarrollo de su actividad y ciertas compensaciones que le afecten de modo particular. La relación del administrador con la sociedad es de carácter orgánico, cuyo contenido puede precisarse en determinados casos con la presencia de un contrato de gestión, que (...) no puede ser calificado de trabajo, por faltar en principio la dependencia respecto de la sociedad. Ahora bien, la cuestión de la admisibilidad del cúmulo de la relación orgánica ha de plantearse con la relación laboral, bien porque el administrador fuera ya trabajador de la sociedad de carácter ordinario o de ‘alto cargo’ en el momento de su nombramiento, o bien porque tras su designación como administrador sea contratado por la sociedad como trabajador (...). Para resolver la cuestión planteada ha de verse en cada caso si efectivamente el régimen de la subordinación se mantiene o no. En este último supuesto (...) habrá de estimarse que el contrato de trabajo queda en suspenso o bien se transforma en un contrato de gestión o de empleo, y cuya disciplina será válida en tanto no afecte (...) a las normas legales de carácter imperativo que regulan la relación del administrador con la sociedad”. También en *opus cit.*, *Administradores...*, pp. 69-73. Asimismo en *opus cit.*, *La sociedad cotizada en bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, p. 274, indica que el contrato, con naturaleza de arrendamiento de servicios que debería tener el administrador ejecutivo con la sociedad sería “incompatible (...) con cualquier otro, como pudiera ser el de trabajo”, y más adelante en p. 275, “este contrato, que incide en la relación orgánica del administrador, como miembro titular del órgano administrativo, ha de considerarse incompatible con cualquier otro contrato de alto cargo o similar que pudiera haber tenido con la sociedad, que quedará en suspenso”; vid. un amplio estudio doctrinal, histórico y de derecho comparado en BRITO CORREIA, L., *Os administradores de sociedades anónimas*, Almedina, Coimbra, 1993, que, en p. 496, afirma: “la elección y la aceptación de los administradores de la sociedad anónima tiene naturaleza de contrato, el que, por eso, puede denominarse contrato de administración”, y en p. 740, tras indicar que “ha de reconocerse que el contrato de administración no se puede reconducir ni al mandato, ni al arrendamiento de servicios, ni al trabajo subordinado, debiendo por eso ser considerado una figura autónoma, *sui generis*”, que de seguido, concluye que no se puede considerar contrato de trabajo “por poder ser gratuito y por no ser jurídicamente subordinado”.

Por el contrario DESDENTADO BONETE, A. y DESDENTADO AROCA, E., *opus cit.*, *Administradores sociales, Altos directivos y Socios trabajadores*, en p. 53, advierten la presencia de la nota de la dependencia, bien que dudosamente en relación con los meros consejeros pero sin duda en relación con los consejeros delegados. Sobre la aplicabilidad del artículo 130 LSA a los retribuciones de los administradores sociales que al mismo tiempo sean contratados como personal de alta dirección (Directores generales y asimilados), vid. POLO, E., *opus cit.*, *Los Administradores y el consejo de administración de la Sociedad anónima*, p. 194.

empresa al hallarse vinculados al empresario mediante una relación laboral (contrato de trabajo) cuya nota característica, cuando aquella relación laborales ordinaria o común, se ubica en “dependencia” manifestándose en el desarrollo de la prestación del trabajo, según explicita la regulación legal, “dentro del ámbito de organización y dirección de otra persona, física o jurídica, denominada empleador o empresario” ⁽³⁶⁾, y convirtiéndose en “paradependencia” cuando de Personal de Alta Dirección se trata, puesto que éste desarrolla su actividad “con autonomía y plena responsabilidad” ⁽³⁷⁾.

La Jurisprudencia social, en una difícil labor y con desigual fortuna, ha ido elaborando los criterios aplicables a las situación del administrador-alto cargo; para un estudio detallado vid. TAPIA HERMIDA, A., *opus cit.*, *La alta dirección empresarial (Administradores y Altos cargos)*, especialmente pp. 3759-3763. En la doctrina también CORRATALA TERUEL, J.L., “La frontera entre la relación laboral especial de alta dirección y la relación societaria”, TS, núm. 11, 1991, pp. 35-37. CISCART, J., “Los consejeros o administradores societarios y los altos cargos directivos”, RL núm. 11, 1992, pp. 8-42.

⁽³⁶⁾ En términos del artículo 1.1 del Estatuto de los Trabajadores, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/1995, de 24 de marzo de 1995 (titulado “ámbito de aplicación”): “1. La presente Ley será de aplicación a los trabajadores que voluntariamente presten sus servicios retribuidos por cuenta ajena y dentro del ámbito de organización y dirección de otra persona, física o jurídica, denominada empleador o empresario.”

⁽³⁷⁾ Según el artículo 1.2 y 3 del Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección: “2. Se considera personal de alta dirección a aquellos trabajadores que ejercitan poderes inherentes a la titularidad jurídica de la empresa, y relativos a los objetivos generales de la misma, con autonomía y plena responsabilidad sólo limitadas por los criterios e instrucciones directas emanadas de la persona o de los órganos superiores de gobierno y administración de la entidad que respectivamente ocupe aquella titularidad. 3. Se excluye del ámbito de este Real Decreto la actividad delimitada en el artículo 1.º 3 c) del Estatuto de los Trabajadores”. Sobre personal de alta dirección vid., entre la numerosa bibliografía al efecto, SALA FRANCO, T., *La relación laboral de los altos cargos directivos de las empresas*, Deusto, Bilbao, 1990; TAPIA HERMIDA, A., “La relación laboral especial del personal de alta dirección”, RTSS (CEF), núm. 104, 1991, pp. 129-145, y también “El contrato de trabajo y el régimen jurídico de la relación laboral especial del personal de alta dirección”, RTSS (CEF) núm. 108, 1991, pp. 103-126; IGLESIAS CABERO, M., *Relación laboral especial de personal de alta dirección*, Civitas, Madrid, 1991; GARCÍA-PERROTE ESCARTÍN, I., “Flexibilización y ajuste de la noción de alto directivo en la Jurisprudencia de la Sala de lo Social del Tribunal Supremo”, RL núm. 14, 1992, pp. 9 ss.; MARTÍNEZ MORENO, C., *La relación de trabajo especial de alta dirección*, CES, Madrid, 1994; MOLERO MANGLANO, C., *El contrato de alta dirección*, Civitas, Madrid, 1995; del mismo autor, “Alta dirección: una revolución jurisprudencial”, RL II, 1997, pp. 141 ss.; GARCÍA MURCIA, J. y MARTÍNEZ MORENO, C., “El personal de alta dirección: concepto y características”, Tecnos, Madrid, 1995; DEL VAL TENA, A.L., *Los trabajadores directivos de la empresa*, Aranzadi, Pamplona, 1999. Sobre la nota de la “parasubordinación” en el trabajo del personal de alta dirección, TAPIA HERMIDA, A., *opus cit.*, *La alta dirección empresarial (Administradores y Altos cargos)*, p. 3729; PEDRAZZOLI, M., “El trabajo que cambia: problemas de calificación y método”, RFDUC núm. 14 (monográfico) 1991, pp. 111-123; RUIZ DEL CASTILLO, M. M., “Delimitación subjetiva del Derecho del Trabajo. Un interrogante específico: el trabajo parasubordinado”, RL, 1991 II, pp. 135 ss.

En cualquiera de los anteriores casos existe un denominador común: la atribución originaria de los resultados del trabajo a otro sujeto distinto de quien lo produce ⁽³⁸⁾.

Desde otra perspectiva, cabría igualmente distinguir a aquellas stock options que son ofrecidas a los administradores que llevan a efecto la actuación gestora ⁽³⁹⁾ y a los altos directivos de las que se dirigen a los demás trabajadores. No siendo suficiente aquella división, debe diferenciarse entre planes o programas de stock options dirigidos a los administradores gerentes o ejecutivos, los que tienen por beneficiarios a los directores generales y “asimilados” (management especialmente cualificado), los que se dirigen al personal directivo (management ordinario), aquellos que tienen por destinatarios a ejecutivos que ocupan otros puestos de relieve en la estructura empresarial, pero que no participan en funciones directivas *strictu sensu* ⁽⁴⁰⁾, y finalmente de aquellos que son ofreci-

(38) Como indica ALONSO OLEA, M., *Introducción al Derecho del Trabajo*, Civitas, Madrid, 1994 (5.ª edición), pp. 50-51, “Lo esencial y definitorio del trabajo por cuenta ajena está en la atribución originaria, en que los frutos desde el momento mismo de producción pertenecen a otra persona, nunca al trabajador (...) la expresión ‘fruto’ debe ser entendida en amplio sentido de abarcar toda resultante del trabajo productivo del hombre, intelectual o manual, tenga valor por sí mismo o asociado al resultado del trabajo de otros hombres, consista en un bien o consista en un servicio; de ahí que pueda afirmarse que la ajeneidad refiere a la utilidad patrimonial del trabajo”.

(39) Indica SÁNCHEZ CALERO, F., *opus cit.*, *Sociedad cotizada en bolsa en la evolución del derecho de sociedades*, p. 271: “En el régimen evolutivo del Derecho de sociedades y en el movimiento del Corporate Governance se ha prestado especial atención al régimen de remuneración de los administradores”. Y más adelante, en p. 273: “sin perjuicio de estos criterios que pueden servir a los efectos de orientar los criterios que las sociedades deben aplicar en esta difícil cuestión de la retribución de los administradores el ordenamiento jurídico ha de establecer determinadas bases que puedan establecer límites y cautelas en torno a la misma, dominadas por la idea de la transparencia y de una cierta flexibilidad para ajustarlas a la situación concreta de cada sociedad y las circunstancias que concurran en las personas que la administren”, y en p. 274: “con la finalidad de hacer una concreción lo más precisa posible de la retribución de los consejeros ejecutivos, debería establecerse por nuestro ordenamiento la obligatoriedad de la suscripción de un contrato con la sociedad, el cual no tendría la naturaleza de contrato de trabajo, sino la más genérica de arrendamiento de servicios por el desempeño de las funciones del cargo de administrador (...). El proyecto de tal contrato, antes de su conclusión, debería ser aprobado por el consejo de la sociedad y ser registrado como anejo al acta de la reunión. Ciertamente con carácter previo debería haber sido negociado entre el propio consejero y la comisión de remuneraciones, pero su conclusión habrá de depender en todo caso de la aprobación previa del consejo. En el contrato deben detallarse los distintos conceptos por los que el consejo ejecutivo pueda tener una remuneración por parte de la sociedad, tanto en metálico como en especie”.

(40) “En esta pléyade de lo que se ha dado en denominar mandos intermedios se ubica más de las tres cuartas partes de los destinatarios de los planes de opciones sobre acciones desarrollados en el último quinquenio en las sociedades cotizadas europeas que cuentan con programas de compensación opcionales”, IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *opus cit.*, *Stock options, economía, política retributiva y debate social*, p. 232.

dos a los trabajadores comunes u ordinarios de la empresa. Esta división no impide que un mismo plan pueda dirigirse a quienes tengan diferentes vinculaciones con la sociedad-empresario, estableciendo, en su caso, diferentes tramos de contenido no idéntico.

Partiendo de que el poder de gestión, al menos en la gran empresa, “es de hecho un poder autónomo” (41), y que el principio de la “legitimación por la eficiencia” (42) en el ejercicio de ese poder lo ubica generalmente en el management (con dependencia, en su caso, del grupo de control), la incardinación de las stock options en la problemática del corporate governance es su lógica consecuencia. Circunstancia que nos permite, en función de la participación de las stock options en el “agency cost”, distinguir a aquellas stock options ofrecidas a los managers de las ofrecidas a quienes no se integran en tal grupo o clase.

Los administradores se vinculan a la sociedad por un acto de nombramiento (43) generalmente de la Junta general (44), que con su aceptación (45) “produce

(41) CORTES LUIS, J., “Sociedad y Empresa Anónimas”, en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdera Tuells*, T. I, La Ley, Madrid, 1994, p. 576.

(42) CORTES LUIS, J., *opus cit.*, *Sociedad y Empresa Anónimas*, p. 576.

(43) Es de precisar que la cuestión de la naturaleza de la relación jurídica existente entre el administrador y la sociedad se ha movido entre la posición defendida por GARRIGUES y la sostenida por Girón. Según indica GARRIGUES, “la aceptación del cargo no implica la perfección de ningún contrato entre la sociedad y el administrador. Se trata de un doble acto unilateral: de una parte, la designación de los socios y, de otra, la aceptación del designado. Lo que ocurre es que la aceptación es a modo de condición o presupuesto, para que el nombramiento surta sus efectos” (*Curso de Derecho Mercantil*, T. I, quinta edición, Madrid, 1968, p. 459). Por el contrario considera GIRÓN, que “hay un negocio jurídico unitario bilateral de designación. Mas este negocio no viene tipificado con un concepto de derecho positivo que aisle un sector especial de disposiciones y, por tanto, como en las figuras mixtas, habrá que combinar cuidadosamente las disposiciones que son el contenido del cargo en la ley (*Derecho de Sociedades Anónimas*, Facultad de Derecho, Valladolid, 1952, p. 339).

(44) Bien entendido, como indica CORTES LUIS, J., *opus cit.*, *Sociedad y Empresa Anónimas*, p. 576, que “los administradores son aún, en la mayor parte de los ordenamientos, formalmente nombrados por la junta de accionistas, pero no cabe, desde luego, seguir considerándolos mandatarios, dependientes o delegados de un principal tan irreal como inexistente”.

(45) “El nombramiento del administrador adquiere eficacia tras la aceptación del cargo por éste, y a partir de ese momento nace la relación jurídica entre el administrador y la sociedad”, SÁNCHEZ CALERO, F., *opus cit.*, *Administradores*, p. 66; también en *opus cit.*, “Efectos del nombramiento y aceptación de los administradores en la Ley de Sociedades Anónimas”, especialmente pp. 3399-3400, donde indica “sólo a partir de ese momento (refiriéndose al de la aceptación) el administrador puede comenzar a actuar como tal y (...) los actos realizados a contar de ese momento han de estimarse válidos. En definitiva, la aceptación del nombramiento nos marca el momento de la adquisición de la condición de administrador”.

el efecto de hacer nacer la relación jurídica de carácter orgánico”⁽⁴⁶⁾, y otro específico para la delegación con la consiguiente también aceptación⁽⁴⁷⁾. El director general, si el órgano está previsto en los Estatutos, puede considerarse que sea un administrador social, en otro caso su vinculación con la sociedad se establecerá mediante un contrato de trabajo del personal de Alta Dirección⁽⁴⁸⁾, por ello el plano o programa de stock options que incluya a “directores generales y asimilados” se incardina en la problemática del corporate governance⁽⁴⁹⁾, con las cuestiones centrales atinentes a la política retributiva de aquellos managers.

Los “planes” o “programas” de stock options (ESOPs) que se dirigen a los trabajadores, que están vinculados a la sociedad-empresario mediante un contrato de trabajo común u ordinario y que no participan en la dirección de la actividad de empresa, no cuestionan el buen gobierno de la corporación y, consecuentemente, quedan fuera de la problemática que afecta al corporate governance, refiriéndose únicamente a la participación de aquellos en los beneficios y en el valor de la empresa. Los programas destinados a directivos “no altos” se ubican en una situación intermedia, pues pudiendo ocasionalmente participar de la problemática del “agency cost”, fundamentalmente, constituyen sistemas de participación en el valor y beneficios empresariales y quedarían, igualmente, fuera de la problemática del corporate governance.

La separación de las stock options en esos dos grandes grupos puede resultar, ciertamente, artificial, que no arbitraria⁽⁵⁰⁾, pues no es infrecuente, especial-

(46) SÁNCHEZ CALERO, F., *opus cit.*, *Administradores*, p. 29. Sobre la naturaleza jurídica del acto de nombramiento, el acuerdo y su efecto interno, la necesidad de aceptación del designado administrador y que sólo producida la aceptación nace la relación jurídica, orgánica, entre la sociedad y el titular del órgano de administración, vid. pp. 67-68.

(47) SÁNCHEZ CALERO, F., *opus cit.*, *Administradores*, pp. 429, 466, 471, 490 y 491.

(48) Acerca de la polémica figura del Director director estatutario y la naturaleza de su relación con la sociedad-empresario vid. URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “La sociedad anónima: Órganos sociales. Los administradores”, capítulo 36 del *Curso de Derecho Mercantil*, Civitas, Madrid, 1999, pp. 917-918; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Notas sobre el régimen jurídico del director general de la S.A.”, en *Estudios Jurídicos en Homenaje a Joaquín Garrigues*, T. III, Tecnos, Madrid, 1971, especialmente pp. 130 y 261.

(49) El caso Enron se pone como ejemplo de mal gobierno corporativo por GARICANO T., “Enron o el caso de un mal gobierno corporativo”, *Expansión (Actualidad)* del 20-2-2002, p. 59, que considera como una de las razones determinantes de su quiebra “la falta de diligencia y de lealtad de directivos y administradores”.

(50) La cercanía entre los Administradores sociales y el personal de alta dirección no es sólo reciente vía management y corporate governance, sino que tiene un enorme arraigo histórico, que viene desde la regulación en los Códigos de Comercio de la figura del factor mercantil, y porque sólo a partir de la entrada en vigor del régimen laboral especial del personal de alta dirección, el 1 de enero de 1986, se consideró que su relación jurídica con el empresario tenía naturaleza laboral. Sobre el tema, vid. TAPIA HERMIDA, A., *opus cit.*, *La alta dirección empresarial (Administradores y Altos cargos)*, pp. 3726-3728.

mente en las grandes corporaciones multinacionales, que los planes se refieran a la participación en acciones de la sociedad matriz y se dirijan al personal directivo (management) del grupo, en general, abarcando a distintos trabajadores (en sentido vulgar) o sujetos con vinculación jurídica de distinta naturaleza según los diferentes ordenamientos nacionales ⁽⁵¹⁾.

Como ya se indicó, las stock options constituyen una “remuneración”, una modalidad “retributiva”, una ventaja patrimonial que se obtiene de la sociedad-empresario, por la prestación de servicios. La impronta remuneradora resulta trasparente cuando las stock options se ofrecen al personal directivo o a los trabajadores (Executive or Employee Stock Options Plans), dado el carácter esencial de la obligación empresarial de pago del salario, pero también es manifiesta cuando se ofrecen a los administradores sociales, dada la profesionalización de aquellos a los que nos referimos ⁽⁵²⁾, por más que la ley parezca admitir el carácter gratuito del desempeño de tal cargo ⁽⁵³⁾ [arts. 9.h) *in fine*, 130 LSA y 124.3 RRM], según la mayoría de la doctrina, en una interpretación no irrepro-

(51) En nuestro país podrían abarcar a sujetos vinculados con la sociedad-empresario filial por una relación jurídica bien societaria (por ejemplo uno o varios consejeros delegados, repárese que en muchas ocasiones se nombran por las dificultades de obtener permisos de trabajo, incluso temporalmente, en tanto no se obtiene el pertinente para poder trabajar como director general), bien laboral de Personal de Alta Dirección (director general y asimilados, así un director financiero para una o varias regiones, como Europa, Asia, América del Sur, etc.), ya laboral ordinaria en cuanto que personal directivo, y todo ello sin entrar en la frecuentísima práctica de acumulación de los cargos de administrador (como consejero delegado, ordinariamente) y de personal de alta dirección, la figura conocida como el administrador (consejero-delegado)-director general.

(52) La profesionalización de los administradores, incluso por vía de hecho, es una exigencia derivada de la “conservación de la garantía de competencia y de interés de la empresa”, GIRÓN J., *opus cit.*, *Derecho de sociedades Anónimas*, p. 334. Hoy en día, atendiendo a esa exigencia, y añadiendo la del sistema económico, la ley impone la profesionalización de los administradores en aquellos sectores que tienen una especial trascendencia socioeconómica, como por ejemplo sucede en el mercado financiero [entendiendo por sistema financiero el “conjunto de instituciones, entidades y operaciones a través de los cuales se canaliza el ahorro hacia la inversión, suministrando (oferta) dinero u otros medios de pago para financiar la actividades de los operadores económicos (demanda)”, STC 133/1997, de 16 de julio de 1997].

(53) Indica SÁNCHEZ CALERO, F., *opus cit.*, *Administradores*, pp. 159-160, “la gratuidad del cargo de administrador, que bajo la LSA de 1951 se compaginaba mal con las funciones que la propia Ley le atribuía, es aún menos razonable bajo la vigente, que no sólo ha querido acentuar el carácter profesional del administrador (...), sino que de modo especial ha agravado su responsabilidad (...). En todo caso ha de quedar claro, que ha sido la propia Ley, en su artículo 9 letra h, la que ha previsto la posibilidad del carácter gratuito de los administradores al decir que una de las menciones estatutarias es ‘el sistema de su retribución, si la tuvieren’.

chable del artículo 130 LSA ⁽⁵⁴⁾, basada en la pura inercia histórica y contradictoria con la “profesionalidad” que la misma ley les atribuye (artículo 127.1 LSA).

En relación con las stock options ofrecidas a la “alta dirección empresarial” (Administradores y Personal de Alta Dirección, en sentido estricto), debe destacarse que en consideración a que la maximización del valor de las acciones adquiere para sus titulares una singular intensidad y que con esa finalidad se establece, define, ordena, planifica y programa tal complemento retributivo, su mera existencia determina y obliga a su incardinación en el complejo de reglas e instrumentos de dirección y control de las sociedades cotizadas, que constituyen el “corporate governance” ⁽⁵⁵⁾.

Asimismo, ha de significarse que la finalidad repetidamente citada de la maximización del valor de la sociedad no se contraponen ni supone que, para sus destinatarios, se excluya la de obtener una prestación patrimonial de la sociedad-empresario. Precisamente el conflicto entre ambos propósitos, y la circunstancia de que ambos fueran perseguidos por los mismos sujetos, determinó importantes abusos en este sistema retributivo, con el resultado de ingentes

(54) El artículo 130 LSA establece que “la retribución de los administradores deberá ser fijada en los estatutos”. De la utilización de ese término “deberá” se pretende deducir que si no figura en los estatutos la remuneración ésta no existe, y que esto es equivalente a que el desempeño del cargo se presume gratuito. Semejante interpretación no es irreprochable. Efectivamente quienes tal defienden se olvidan de que no existe regla alguna de inferencia que permita obtener aquella conclusión. En las lógicas (todo sistema de pensamiento o es lógico, esto es racional, o simplemente no es un sistema de pensamiento, sino más bien de creencias, en el que cabe afirmar o negar cualquier proposición) no clásicas, precisamente para acercarse a los lenguajes naturales, esto es no formalizados, se opera con funtores tan matizados, que ni siquiera los nucleares en toda lógica, “no” y “o”, con los que Alfred North Whitehead y Bertrand Russell en sus *Principia Mathematica* (1910) construyen todo su sistema axiomático, tienen un valor absoluto. Se olvida también que la imposibilidad de asignar, en la mayoría de las ocasiones, y esta sería una de ellas, valores de verdad o falsedad a las sentencias (fórmulas bien formadas), ha llevado a admitir más de dos valores, y que a partir de la lógica trivalente de Lukasiewicz se han desarrollado las lógicas polivalentes con un número infinito de valores.

(55) Sobre el movimiento del “corporate governance” en general, vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *opus cit.*, *La sociedad cotizada en bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, pp. 87 ss.; HOPT, K.J., KANDA, H., ROE, M.J., WYMEERSCH E. y PRIGES., *Comparative Corporate Governance- The state of the art and emerging research*, Oxford University Press, Oxford-New York, 1998; ESTEBAN VELASCO, G. (coordinador), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 1999; VELASCO SANPEDRO, L.A., “El gobierno de las sociedades cotizadas (corporate governance) en España: el informe Olivencia”, en *Derecho de Sociedades-Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, T. III, McGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 3003-3016; En la misma obra colectiva p. 2517-2564, ÁLVAREZ-VALDÉS y VALDÉS, “Los Códigos de buen gobierno de las sociedades. El cumplimiento de las recomendaciones del Informe Olivencia”; Acerca de la eficacia del gobierno corporativo vid. Rubio Gil, A., “El consejo de administración en un entorno internacional. El debate sobre su eficacia como órgano de gobierno de la empresa”, RTSS (CEF), núm. 227, febrero 2002, pp. 153 ss.

beneficios para sus beneficiarios, los managers (administradores gestores o ejecutivos y personal de alta dirección empresarial), en detrimento de la finalidad inicialmente perseguida con su establecimiento, incardinándose en la problemática del “agency cost”, y procurando un impulso definitivo a la reforma del “corporate governance” en los años 90, con las Comisiones Cadbury, Greembury y Hampel, cuyas conclusiones se aplican acudiéndose a la autorregulación, al basarse en la adhesión (decisión de la sociedad mediando los administradores) el resultado práctico de las mismas (*Codes of Best Practice*).

Así, en 1992 la Comisión Cadbury, para cuya creación fue decisiva la intervención del London Stock Exchange y el Financial Reporting Council, publica su informe y un *Code of Best Practice*, proponiendo un severo control y la vigilancia sobre el “aparato magnerialista”. Posteriormente, en 1995 la Confederation of British Industry aprobó la creación de una comisión que, presidida por Sir Richard Greenbury, publica un informe en ese mismo año proponiendo una completa transparencia sobre las retribuciones de los managers. En las mismas fechas los proponentes de la Comisión Cadbury establecen una nueva comisión presidida por Sir Ronald Hampel a la que se encarga la revisión de los *Codes of Best Practice*, elaborados por las anteriores comisiones. En 1998 aquella Comisión establece una serie de principios para el eficaz corporate governance, que se refunden en un *Combined Code* cuya primera parte la constituyen los *Principles of Good Governance* y la segunda, el más concreto *Code of Best Practice*.

Los informes de las Comisiones Greenbury y Hampel establecen una estrecha relación entre la remuneración y el rendimiento de los managers, indicando que la política de remuneración de las sociedades cotizadas debe estructurarse de tal modo que los managers persigan el interés social, buscando la máxima rentabilidad para la sociedad, y proponiendo que una parte significativa de la remuneración de los mismos se haga depender de los resultados de la gestión empresarial. El modelo de remuneración previsto exige la coincidencia entre riesgos e intereses de los managers y de los accionistas, la actuación de aquellos se ajustará a los intereses de éstos, se dice, si el manager soporta los mismos riesgos y tiene las mismas oportunidades de ganancia que un accionista normal.

El paradigma del corporate governance inglés merece siquiera por la influencia que ha tenido una destacada alusión, bastando con señalar que la generalidad de la problemática del “agency cost” ha determinado la adopción de modelos muy similares a nivel mundial. Así, baste con citar los “Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations”, de 1993 en los Estados Unidos, precedido por los Códigos elaborados por la American Bar Association y el American Law Institute, los informes de la Comisión Viennot de 1995 y 1999 en Francia, la Gesetzzur Kontrolle und Transparenz im Unter-

nehmensberieich alemana de 1998, la actividad desenvuelta por la Ontario Securities Commission así como la Canadian Business Coporation Act, el Informe de Código de Conductas elaborado por la Comisión presidida por Stefano Preda, en Italia, durante 1998, las Reomendacões da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas y las Recomendaciones para el buen funcionamiento del Consejo de Administración de una sociedad, de la Federación de empresas de Bélgica y en la Unión Europea el Informe Weinter.

El “Informe sobre el Consejo de Administración”, y “Código de Buen Gobierno”, generalmente conocidos por el nombre del presidente de la comisión que los elaboró, el profesor D. Manuel Olivencia, deben, igualmente, ubicarse dentro del movimiento del corporate governance. Dichos informe y código fueron elaborados a semejanza de los anglosajones, si bien en los mismos “el ingrediente nacional constituye un elemento constante. De ahí que carezca de cualquier base la objeción, tan repetida como infundada, de que el ‘Cadbury español’ no pasa de ser ‘una traducción del Cadbury al español’” (56).

La estructura del documento redactado (57) por la Comisión Especial se adecuó al cometido encomendado a ésta por el Gobierno. Así, tras una Introducción sobre los orígenes y fines de la Comisión, el movimiento de reforma, la elaboración del Informe y su naturaleza, abordó aquella Comisión en partes separadas el “Informe sobre el Consejo de Administración” y “el Código de Buen Gobierno” (58), cuyo “carácter voluntario”, reiterado tanto en el propio encargo del Gobierno como a lo largo de todo el documento, pone de manifiesto que “sus reglas no definen lo lícito o lo ilícito, ni es de esencia su contenido moral, muchas de ellas, por el contrario, son moralmente neutras” (59). Así, “el texto se limita a considerar la toma en consideración; las medidas concretas se introducen en segundo grado, en una oración subordinada precedida del vocablo ‘que’ y enunciada en subjuntivo, lo que expresa simple posibilidad (...). Se trata de una originalidad gramatical del modelo español, que no tiene parangón

(56) OLIVENCIA RUIZ, M., “El Gobierno de las Sociedades”, en *Derecho de Sociedades-Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, T. II, McGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 1777; vid. en la misma obra colectiva PAZ-ARES, C. “El gobierno de las sociedades: un apunte de política legislativa”, pp. 1805 ss.

(57) Elaborado por la Comisión Especial constituida a propuesta del Vicepresidente segundo del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda según Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de febrero de 1997 y presidida por el prof. don Manuel Olivencia.

(58) OLIVENCIA RUIZ, M., *opus cit.*, *El Gobierno de las Sociedades*, p. 1775.

(59) OLIVENCIA RUIZ, M., *opus cit.*, *El Gobierno de las Sociedades*, p. 1781.

literal en otros”⁽⁶⁰⁾, si bien “en el sistema ‘europeo continental’, el Código de buen gobierno español no es un excepción en la ‘cultura jurídica’ de esta área”⁽⁶¹⁾.

Aun cuando “un tema clave en todo el documento (...) es la justa solución de los conflictos entre el administrador y la sociedad (...) naturalmente, más importancia que las soluciones que el Código de Buen gobierno recomienda en cada caso, tienen los principios en que se inspiran. Y en ese plano de los principios, que son los que inspiran los valores ideológicos y la jerarquía establecida entre ellos, el primario es el de ‘cuenta y razón’, esto es, el que somete a los administradores a un deber cuyo cumplimiento exige información y transparencia, y cuyo incumplimiento desata responsabilidad: y no se trata sólo de una rendición contable, sino de conducta, del modo en que se ha gestionado (...) y de cómo han actuado los gestores”⁽⁶²⁾.

En aquellos Informe y Código se abordan los temas propios del “buen gobierno”⁽⁶³⁾. Deteniéndose únicamente en la retribución de los administradores ha de destacarse que, de entre las diversas Comisiones delegadas⁽⁶⁴⁾, asume singular relieve la necesidad de la existencia de una Comisión de Retribuciones cuya función consista en “auxiliar al Consejo en la determinación y supervisión

(60) OLIVENCIA RUIZ, M., *opus cit.*, *El Gobierno de las Sociedades*, p. 1782.

(61) OLIVENCIA RUIZ, M., *opus cit.*, *El Gobierno de las Sociedades*, p. 1801.

(62) OLIVENCIA RUIZ, M., *opus cit.*, *El Gobierno de las Sociedades*, p. 1793.

(63) El Apartado 1.3, indica que “el buen gobierno de las sociedades reclama una clara definición de los fines que debe perseguir la administración de la sociedad. (...) La llamada solución ‘financiera’ es la más adecuada para que haya un ejercicio efectivo y preciso del principio de responsabilidad y la que mejor responde a las expectativas de los inversionistas (...). Por ello recomendamos establecer como objetivo último de la compañía y, consiguientemente, como criterio que debe presidir la actuación del Consejo, la maximalización del valor de la empresa o, para decirlo en términos que han arraigado en los medios financieros, la creación de valor para el accionista”, bien que a continuación, en el mismo punto matice aquella observación con la precisión siguiente: “Pero esto no significa que el consejo y la dirección de la compañía, hayan de perseguir los intereses de los accionistas a cualquier precio, desconsiderando o considerando insuficientemente los que atañen a otros grupos implicados en la empresa y en la propia comunidad en la que ésta se ubica. En este sentido, en interés de los accionistas proporciona una guía de actuación que necesariamente habrá de desarrollarse respetando las exigencias impuestas por el derecho (...) cumpliendo de buena fe las obligaciones contractuales explícitas o implícitas concertadas con otros interesados (trabajadores, proveedores, acreedores, clientes) y, en general, observando aquellos deberes éticos que razonablemente sean apropiados para la responsable conducción de los negocios”.

(64) Que “deben nutrirse única y exclusivamente de consejeros externos y reflejar, razonablemente en su composición, la relación existente en el Consejo entre consejeros dominicales y consejeros independientes”; según se indica en el apartado 3.6.

de la política de remuneración de los consejeros y altos directivos de la sociedad”⁽⁶⁵⁾.

La retribución de los administradores ocupa una buena parte del citado Informe, que comienza por señalar que “la retribución de los consejeros representa un tema de capital importancia en el buen gobierno de la compañía”, acusando su “larga tradición de opacidad”⁽⁶⁶⁾. Las conclusiones de la Comisión apoyan el sistema de remuneración de los administradores mediante stock options señalando que “deben favorecerse las modalidades que vinculen una parte significativa de las retribuciones de los consejeros, especialmente de los consejeros ejecutivos, a los resultados de la empresa, puesto que de ésta manera se alinean mejor los incentivos de los consejeros con los intereses de los accionistas que se tratan de maximizar”, aludiendo a diferentes modalidades retributivas tales como “opciones de compra o de venta sobre acciones”.

Asimismo, debemos recordar, igualmente, que la CNMV elaboró, siguiendo las orientaciones marcadas por aquel Informe y Código, un “Modelo de Reglamento Tipo del Consejo de Administración”, ajustado al Código de Buen Gobierno”⁽⁶⁷⁾ pero que “es independiente de la información recomendada por el Código”⁽⁶⁸⁾.

En conclusión, en nuestra opinión, cabe afirmar que, en la medida en que las stock options se dirijan a empleados vinculados mediante un contrato de trabajo común u ordinario, que no ejerzan puestos susceptibles de influir en la política de dirección de la sociedad, no parece que pueda plantearse cuestión alguna en relación con el corporate governance de la sociedad o del grupo, más que incidental o tangencialmente. En la medida en que los destinatarios fueren personal directivo y participen en el management, debe señalarse su más que

(65) Apartado 3.6.

(66) Apartado 7.4.

(67) Cuyo artículo 6 lleva el expresivo título de “creación de valor para el accionista” en cuyo apartado 1 se dice: “El criterio que ha de presidir en todo momento la actuación del Consejo de Administración es la maximización del valor de la empresa”, y en el apartado a) del punto 2 del mismo artículo: “La planificación de la empresa debe centrarse en la obtención de ganancias seguras y en la maximización de los flujos de caja a largo plazo”. En los artículos 28 y 29 se ocupan de la retribución de los consejeros, disponiéndose en el punto 2 del primero de aquellos preceptos que el Consejo debe procurar que “una parte significativa (de la retribución) se halle vinculada a los rendimientos de la compañía” y en el punto 3 que “la retribución de cada consejero será plenamente transparente”.

(68) OLIVENCIA RUIZ, M., *opus cit.*, *El Gobierno de las Sociedades*, p. 1799.

posible relación con el corporate governance y el agency cost, si bien la intensidad de éstos habrá de cuestionarse en cada caso ⁽⁶⁹⁾.

Finalmente, si bien ya hemos señalado anteriormente que cuando se trata de ESOPs nos encontramos, indudablemente, ante un sistema retributivo “alternativo” (cuya propia calificación retributiva-salarial analizamos posteriormente), creemos que en este punto cabe plantear la cuestión de si el fin último pretendido con este sistema retributivo no se sitúa fuera de los parámetros que normalmente se marcan para las stock options, esto es, si acaso no se trata de procurar una “remercantilización del salario” (en un sentido y dirección muy distintos de los referidos con la “mercantilización del trabajo” ⁽⁷⁰⁾) más allá del propósito buscado mediante su suscripción de realizar una atribución patrimonial a la totalidad o parte de los trabajadores, o, si se prefiere, una alteración de sus notas tradicionales, modificando, cuando no suprimiendo, los aspectos más característicos de la “ajeneidad laboral”, fundamentalmente en cuanto a la “ajeneidad en los riesgos” y, en menor medida, en cuanto a la “ajeneidad en los frutos o resultados del trabajo”, bien que no se cuestione aquella nota en lo que se refiere a la “ajeneidad en la disposición sobre el trabajo”, porque la sociedad de la información y del conocimiento, mediante las nuevas tecnologías aplicadas al trabajo en régimen de dependencia, ya ha producido una alteración sustancial de este último aspecto de la ajeneidad laboral.

Así debe señalarse que la atribución al empresario (sociedad o grupo de sociedades-empresario) de la facultad de poder ordenar y dirigir la prestación del trabajo es instrumental respecto de un derecho patrimonial como el de la atribución originaria de los resultados del trabajo (ajeneidad en los frutos) y que alterada tal facultad no es posible mantener incólumes los demás aspectos de la ajeneidad, pudiendo incluso marcar el tránsito hacia la desaparición de la nota

⁽⁶⁹⁾ Indica DURÁN LÓPEZ, F., *opus cit.*, *Opciones sobre acciones y viejo Derecho laboral*: “las opciones sobre acciones constituyen un instrumento de gestión empresarial y de recursos humanos dirigido, a través de múltiples variantes, a conseguir una mejora del valor bursátil de la compañía. Para conseguir esa mejora, y partiendo de la importancia que en las actuales relaciones laborales tiene el capital humano y su implicación en los objetivos empresariales, se hace participar de la misma, a través del correspondiente programa de opciones a los trabajadores, en un primer momento, y sobre todo a los directivos, cuya gestión se ve recompensada económicamente si la compañía mejora su cotización. Posteriormente, aunque en menor medida, al conjunto de los trabajadores, ya que no en balde en las relaciones laborales del momento presente cada vez adquiere mayor importancia su identificación con los objetivos de la empresa y su implicación para la consecución de los mismos”.

⁽⁷⁰⁾ Sobre el trabajo durante el liberalismo económico, ALONSO OLEA, M., *opus cit.*, *Introducción al derecho del Trabajo*, pp. 306-328.

de dependencia ⁽⁷¹⁾, más aún considerando que la evolución científica y técnica aplicada al trabajo ha alterado radicalmente el ejercicio racional ⁽⁷²⁾ de aquella facultad.

No podemos dejar de mencionar que las stock options dirigidas a los empleados, en cuanto constituyen un sistema de participación en los beneficios de la empresa, se sitúan más en la mejora de la cuenta de resultados, vía incremento de la productividad, que en el valor de la empresa, que va a depender básicamente de factores ajenos a los trabajadores destinatarios de las stock options, con lo que su carácter incentivador adquiere otra dimensión o al menos ha de referirse a otro escenario, asumiendo también un singular protagonismo o tras finalidad estales como la “fidelización” (tanto como permanencia o vinculación a la empresa, como vigorizando el comportamiento fiel, ya impuesto en su dimensión general u ordinaria por la relación laboral), la evitación de la conflictividad laboral o la búsqueda del alineamiento de los suscriptores de las stock options no ya con los intereses de la sociedad, sino más bien con los intereses del grupo que domina, en ese momento, la sociedad o el grupo.

2. Una cuestión metodológica

El régimen legal aplicable a las stock options dirigidas a los trabajadores es asaz complejo, no sólo porque el conjunto de normas mercantiles (sociedades y mercado de valores) y laborales aplicables no son siempre de fácil conciliación ⁽⁷³⁾, sino porque tratándose de un sistema retributivo ajustado al modelo de economía financiera, su regulación jurídico-positiva nuclear obedece al modelo de economía industrial, por ello ha de tomarse muy en cuenta la, ya sólida, doctrina jurisprudencial existente en torno a tales stock options. El Tribunal

(71) Hace buena la observación de que “la empresa debe configurar sus relaciones con los trabajadores, no por medio de un contrato de trabajo, sino con un contrato de sociedad” GÓMEZ-IGLESIAS, A., *opus cit.*, *La influencia del Derecho Romano en las modernas relaciones de trabajo*, p. 82.

(72) Indica MONTOYA MELGAR, A., *opus cit.*, *Derecho y trabajo*, pp. 28-29: “podemos afirmar resueltamente que la nota de dependencia que la mayoría de los sistemas positivos y científicos elevan a rango definidor del trabajo regulado en el Derecho del Trabajo, no puede conceptuarse como una mera sumisión técnica del trabajador al empresario, en cuanto que (...) no es imposible, y hoy ni siquiera infrecuente que el trabajador posea cualificaciones o especializaciones técnicas de las que el empresario carece. Pero tampoco cabe admitir en la actualidad que la dependencia consista en una pura sujeción económica, que de hecho puede faltar, y que en todo caso sería una explicación extrajurídica”.

(73) Ejemplar es al respecto la Sentencia del Tribunal Constitucional 20/2002, de 28 de enero de 2002.

Supremo, Sala Cuarta, en sus sentencias de 24 ⁽⁷⁴⁾ y 25 ⁽⁷⁵⁾ de octubre de 2001, 4 ⁽⁷⁶⁾ de febrero de 2002 y 10 ⁽⁷⁷⁾ de abril de 2002, sienta la doctrina jurisprudencial en torno a tales stock options resolviendo recursos de casación para unificación de doctrina, despejando así un panorama nada pacífico debido a una Jurisprudencia menor contradictoria.

Ciertamente, si bien una primera lectura de la citada Jurisprudencia podría hacernos dudar de su aplicabilidad general, puesto que la misma resuelve a la vista de unos concretos planes de stock options, por lo que ésta se cuida en destacar que “los distintos planes que las empresas ofrecen a su empleados, tienen características muy distintas, que pueden hacer por ello imposible desde el punto de vista jurídico laboral un tratamiento único, una respuesta universal para todos ellos” y que, portanto, “no cabe hacer un tratamiento jurídico único e indiferenciado para la gran diversidad de situaciones y entramado de derechos y obligaciones que pueden surgir entre las partes con motivo de la suscripción de tales planes de opción sobre acciones”, debetomarse en consideración el hecho de que los ESOPs analizados poseen unas características, según entiende la Jurisprudencia, que cabría identificar con las de un típico ESOP y, en consecuencia, ésta ofrece una definición general de los mismos, en evidente coincidencia con las concepciones más extendidas ⁽⁷⁸⁾, señalando que “normalmente y en general, podría decirse que las stock options en el ámbito laboral se configuran como un derecho que, de forma onerosa o gratuita, confiere la empresa al empleado para que éste, en un plazo determinado, pueda adquirir acciones de la propia compañía o de otra vinculada, estableciéndose para ello un precio, frecuentemente el valor de la acción en bolsa el día que se otorga el derecho, posibilitando que, tras el vencimiento del momento de ejercicio de la opción y una vez ejercitada, el trabajador pueda percibir, bien la diferencia de precio de mercado de las acciones entre ambos momentos (otorgamiento y ejercicio), bien las propias acciones al precio fijado en el momento de otorgamiento del derecho”.

(74) Recurso de Casación núm. 4851/2000, Magistrado Ponente don Jesús Gullón Rodríguez (NORMACEF-Laboral).

(75) Recurso de Casación núm. 3295/2000, Magistrado Ponente don Víctor Fuentes López (NORMACEF-Laboral).

(76) Recurso de Casación núm. 642/2001, Magistrado Ponente don Jesús Gullón Rodríguez (NORMACEF-Laboral).

(77) Recurso de Casación núm. 1441/2001, Magistrado Ponente don Arturo Fernández López (NORMACEF-Laboral).

(78) Vid. entre la doctrina laboralista más reciente MOLINA NAVARRETE, C., *opus cit.*, *La dimensión jurídico-salarial de los employee stock options plans: La doctrina legal ¿Zanja o relanza la polémica?*, pp. 3 ss., especialmente p. 59.

Cabe añadir las consideraciones expuestas en los párrafos que anteceden, conforme con las orientaciones doctrinales actuales y de general aceptación en Filosofía del Derecho ⁽⁷⁹⁾ y Teoría Jurídica del Estado ⁽⁸⁰⁾, las siguientes: a) que en el texto legal no se distingue el significado de su contenido, siendo necesaria la interpretación para que aparezca la norma, esto es para que aflore y pueda determinarse la conducta que implica la norma ⁽⁸¹⁾; b) que los ordenamientos jurídicos constituyen sistemas normativos dinámicos y no estáticos, y c) que la determinación normativa se efectúa únicamente por el juez, esto por aquellos sujetos a los que el Estado (la comunidad política) atribuye el ejercicio del poder (político) de aplicar el derecho (poder judicial) y en tanto ejerzan la función jurisdiccional, señaladamente si ese juez es un tribunal superior o supremo ⁽⁸²⁾.

(79) Con carácter general es muy ilustrativo VALLET DE GOYTISOLO, J.B., *Las definiciones de la palabra Derecho y los múltiples conceptos del mismo*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 1998; de entre los filósofos del Derecho actuales, vid. HERNÁNDEZ MARÍN, R., *Teoría general del Derecho y de la ciencia jurídica*, PPU, Barcelona, 1989 y, del mismo autor, *Interpretación, subsunción y aplicación del Derecho*, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 1999; POSNER, R.A., "Overcoming Law", *Harvard University Press*, USA, 2000.

(80) Vid. TOPER, M., *Por una Teoría jurídica del Estado*, Dykinson, Madrid, 2001.

(81) Como indica TOPER, M., *opus cit.*, pág. 77: "La norma superior que el juez aplica no le es dada. Le corresponde a él crearla. En efecto, lo que preexiste a la resolución no es una norma sino un texto: un texto legislativo, por ejemplo. La norma no es ese texto, sino únicamente su significado. Antes de enunciar una sentencia, corresponde al tribunal interpretar el texto, es decir determinar su significado. Puesto que todo texto es susceptible de tener varios significados, corresponde al juez elegir entre ellos. Esta elección, generalmente llamada "interpretación", consiste pues en la determinación del significado del texto, es decir de la norma aplicable".

(82) Con ello no queremos decir que el Derecho se componga sólo de sentencias judiciales, pues importantes partes del mismo, como los principios generales, no requieren de labor interpretativa alguna que determine su significado y, además, toda norma está entrañada en el texto legal. El Derecho se aplica constantemente en la vida en sociedad, porque la sociedad, para su propia subsistencia, para su no desmembramiento, requiere de la constante aplicación de las reglas que regulan las relaciones intersubjetivas y con el entorno.

Al estar una importante parte del Derecho contenido en textos legales (tras la codificación y según el modelo de la cultura occidental), todos los sujetos que participan en la comunidad política continuamente se están conduciendo conforme a las normas referidas en aquellos textos legales, incluso en los actos más cotidianos de la vida: Esto es, las personas acceden al significado de textos legales, a las normas, lo que ocurre es que no las determinan en general ni en particular para otros sujetos, ni siquiera la determinación del significado que hubieren realizado para ellos mismos o en sus relaciones con otros sujetos, es incontrovertible, porque no están desarrollando la función jurisdiccional, el poder (político) de "ius dicere". Pero sí ajustan sus conductas a las normas, con razonable seguridad, en la medida en que en su actuar tomen en cuenta las interpretaciones judiciales (jurisprudencia) y, en cuanto no existan tales interpretaciones o no puedan ser contrariadas por inexactas o erróneas (cosa juzgada), utilicen las leyes de la lógica en su indagación sobre el significado de los textos legales. Existen

En consideración a todo lo expuesto anteriormente, la citada Jurisprudencia constituye una regulación jurídica de valor general y de la que no solo se puede sino se debe o es necesario partir, en una cierta corrección de la distinción kelseniana ⁽⁸³⁾ entre norma (Jurisprudencia) y proposición normativa, para cualquier estudio sobre la stock options.

Resulta evidente la indudable transcendencia normativa de las citadas sentencias ⁽⁸⁴⁾, que constituyen Jurisprudencia en su significación más estricta

singulares aplicadores del Derecho (árbitros, tribunales consuetudinarios, fiscales, abogados (Sobre el papel de la abogacía, vid. MARTÍ MIGARRO, L., *El abogado en la historia. Un defensor de la razón y de la civilización*, Real academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 2001) y determinados funcionarios públicos) que tienen atribuida la función social de “ius dicere”, en cuanto que sin estar investidos de todo el poder político que supone el ejercicio de la jurisdicción participan del mismo o tienen el peculiar poder político de “ius dicere” atribuido a la administración pública. Estos sujetos, sea porque establecen el significado de textos legales o aplican principios generales (árbitros) o porque su concurso es imprescindible para el ejercicio de la función jurisdiccional (fiscales y abogados), o bien porque emiten actos administrativos (algunos funcionarios públicos), especialmente cuando éstos son definitivos y firmes, determinan o contribuyen a determinar el significado del texto legal, la norma. A todos ellos se les puede considerar incluidos en una noción laxa de juez.

El juez está obligado a aplicar el Derecho, todo el Derecho y no solo algunos textos legales, por lo que determina mediante un acto de conocimiento y voluntad, con libertad prácticamente absoluta sólo limitada por la corrección del razonamiento (por las “las leyes de la lógica y la razón”, en términos plausibles del art. 218.2 de nuestra Ley de Enjuiciamiento Civil), el significado del texto aplicado, estableciendo la norma de la que inferirá la norma ya singular (sentencia, etc.), y si ese juez es un tribunal supremo, como lo fue en las sentencias referidas, “que puede controlar las interpretaciones dadas por los tribunales inferiores, entonces si que enuncia una norma general” (TOPER, M., *opus cit.*, pp. 69-70).

⁽⁸³⁾ KELSEN, H., *Teoría Pura del Derecho*, UNAM, México, 1982; vid. también BOBBIO, N., *Teoría della norma giuridica*, Giappichelli, Turin, 1958; HERNÁNDEZ MARTÍ, R., *Historia de la filosofía del derecho contemporánea*, Tecnos, Madrid, 1986; ATIENZA M., *Introducción al derecho*, Barcanova, Barcelona, 1991; SORIANO, R., *Compendio de Teoría general del Derecho*, Ariel, Barcelona, 1993; LARENZ, K., *Metodología de la ciencia del derecho*, Ariel, Barcelona, 1994 y PÉREZ LUÑO, A. E.; ALARCÓN CABRERA, C.; GONZÁLEZ-TABLAS, R. y RUIZ DE LA CUESTA, R., *Teoría del Derecho. Una concepción de la experiencia jurídica*, Tecnos, Madrid, 1997.

⁽⁸⁴⁾ En términos del artículo 1.6 CC: “La Jurisprudencia complementará el ordenamiento jurídico con la doctrina que, de modo reiterado, establezca el Tribunal Supremo al interpretar y aplicar la Ley, la costumbre y los principios generales del Derecho”.

Con ello no queremos significar que la doctrina jurisprudencial sea fuente del Derecho, al modo que en el Common Law, en el que el Derecho se concibe como “conjunto de edictos judiciales particulares, obra exclusiva de los jueces”, como incide destaca CRUZ, L.M., *Derecho y expectativa. Una interpretación de la teoría jurídica de Jeremy Bentham*, Eunsa, Pamplona, 2000, p. 178). Según COCA PAYERAS, M., *La doctrina legal*, Bosch Casa Editorial, Barcelona, 1980, pp. 17-18, “si bien la ley es fuente formal del Derecho, mejor del ordenamiento jurídico, la doctrina legal no lo es. Es éste uno de los caballos de batalla de la problemática de la doctrina legal a lo largo de su historia”; Sobre la transcendencia normativa de la Jurisprudencia, vid. BLASCO GASCÓ, F. de P., *La norma jurisprudencial*, Tirant lo blanch, Valencia, 2000, pp. 46-47, que se cuida en señalar que aquella transcendencia normativa “no parece que se pueda traducir en una vinculación de los órganos judiciales jerárquicamente inferiores a las

ta ⁽⁸⁵⁾ y que pueden considerarse ejemplo de la “labor de sincronización entre el derecho positivo y la realidad social vigente a través de la adecuada exégesis de la norma” ⁽⁸⁶⁾.

En una breve reflexión para justificar la consideración de Jurisprudencia o de doctrina jurisprudencial a aquella contenida en las aludidas sentencias ha de recordarse que ha sido mediante una “reiteradísima” doctrina del Tribunal Supremo como se “han ido perfilando y depurando los contornos del propio concepto de Jurisprudencia, antes ‘doctrina legal’ hoy ‘doctrina jurispruden-

precedentes resoluciones de los órganos superiores y, en concreto, a la doctrina jurisprudencial establecida por el Tribunal Supremo (...) cuestión distinta es, en todo caso, si esa trascendencia normativa se materializa en la vinculación del propio órgano judicial (el Tribunal Supremo) con sus propios precedentes”, citando en apoyo de tal afirmación al art. 117.1 CE, y continúa, en p. 65, “en nuestro sistema el Tribunal Supremo tiene la facultad o la función de uniformar el derecho (...). En virtud de los arts. 1.6 CC 1692.4 y 1718 LEC (antigua) el Tribunal Supremo no dice la interpretación exacta de la ley, sino la interpretación uniforme de la máxima para todo el territorio nacional (ex art. 123 CE). Por eso (...) los órganos judiciales de instancia deben seguir la doctrina jurisprudencial del Tribunal Supremo y sólo se pueden separar de la misma de manera motivada y razonada porque, como dijo la STS de 1 de febrero de 1958, circunstancias del vivir, un inequívoco error o una disposición legislativa, aconsejen o impongan la procedente rectificación, que, hecha en la instancia, podrá ser asumida o no por el Tribunal Supremo. No se diga que con ésta afirmación se vulnera el principio de independencia judicial, pues la vinculación deriva de la norma legal y la independencia judicial no prima sobre el sometimiento al imperio de la Ley”.

Como indican las SSTS, Sala Cuarta, de 13 de noviembre de 1998 y 9 de febrero de 1999, “Una vez alcanzado el estadio de la Jurisprudencia, la doctrina del Tribunal Supremo se integra en el ordenamiento jurídico como un complemento de las normas o de los enunciados normativos a los que corresponde, formando cuerpo con ellos y beneficiándose de su misma fuerza normativa”.

⁽⁸⁵⁾ Señala LÓPEZ VILAS, R., *La Jurisprudencia y su función complementaria del ordenamiento jurídico*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 2001, p. 33, “En un sentido amplio que hunde sus raíces en la tradición romana, ‘Jurisprudencia’ equivale a Ciencia del Derecho. Así aparece en dichas fuentes en la conocidísima definición de Ulpiano (D.1.1.10.2), según la cual Jurisprudencia es ‘divinarum atque humanarum rerum notitia, iusti atque iniusti sciencia’. La Jurisprudencia romana opera con conceptos pero referidos siempre al sentimiento de lo justo, no separando teoría y praxis, norma y vida. En un sentido distinto y más restringido, la expresión ‘Jurisprudencia’ se utiliza para designar el conjunto de criterios de interpretación y de decisión establecidos por los Tribunales de Justicia, con las doctrinas reiteradamente contenidas en los fallos de los mismos. Esta acepción identifica Jurisprudencia con el conjunto de sentencias o resoluciones de los Tribunales en cuanto deciden cuestiones jurídicas sometidas a su conocimiento. En su significación más estricta y precisa, Jurisprudencia es, con carácter exclusivo y excluyente, la doctrina que, de modo reiterado y uniforme, establece el Tribunal Supremo al interpretar y aplicar la ley, la costumbre y los principios generales del Derecho, complementando así el ordenamiento jurídico, al resolver los asuntos de que conozca a través del correspondiente recurso de casación. Es la acepción consagrada por el artículo 1 del Código Civil (art. 1.6 Cc)”.

⁽⁸⁶⁾ BLASCO GASCÓ, F. de P., *opus cit.*, *La norma jurisprudencial*, p. 47.

cial”’⁽⁸⁷⁾ y que aquel carácter no se predica de cualquier pronunciamiento del Tribunal Supremo, sino solamente respecto de la doctrina⁽⁸⁸⁾ contenida en los mismos y en la medida en que ésta y aquellos reúnan determinadas condiciones⁽⁸⁹⁾, cumpliéndose todas ellas, rigurosamente, en las sentencias referidas, como señalamos seguidamente.

En primer lugar, se trata de sentencias que emanan de una de las Salas del Tribunal Supremo, la Cuarta, de lo Social, en el ejercicio de la jurisdicción que le es propia, al juzgar y casar en trámite de recurso de casación para unificación de doctrina sentencias de Salas de lo Social de Tribunales Superiores de Justicia, dictadas en litigios entre trabajadores y sus empresarios sobre stock options, esto es sobre cuestiones derivadas del contrato de trabajo⁽⁹⁰⁾. Se cumple así, suficientemente, con la exigencia de que “la Jurisprudencia necesariamente ha de estar contenida en Sentencias del Tribunal Supremo que resuelvan recur-

(87) LÓPEZ VILAS, R., *opus cit.*, *La Jurisprudencia y su función complementaria del ordenamiento jurídico*, p. 143.

(88) Según indica LÓPEZ VILAS, R., *opus cit.*, *La Jurisprudencia y su función complementaria del ordenamiento jurídico*, p. 83, “en la práctica se confunde doctrina legal y jurisprudencial”. No obstante, para la diferencia conceptual entre “doctrina legal” y “jurisprudencial”, vid. pp. 75-83.

(89) “Son requisitos para la aplicación de la Jurisprudencia: varias sentencias conformes, más de una; sustancial analogía entre los hechos de las sentencias precedentes y los del supuesto enjuiciado; que los supuestos ya resueltos y el nuevo postulen la aplicación de la misma norma; es decir, que la ‘ratio decidendi’ sea la misma sin consideración a los argumentos circunstanciales o ‘dictum’”, SSTs, Sala 1.ª, de 15-2-1982 y 7-3-1996.

(90) Según el artículo 2.º del Real Decreto Legislativo 2/1995, de 7 de abril de 1995, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Procedimiento Laboral, “Los órganos jurisdiccionales del orden social conocerán de las cuestiones litigiosas que se promuevan: a) Entre empresarios y trabajadores como consecuencia del contrato de trabajo”.

Al tenor del art. 9.5 de la Ley Orgánica 6/1985, de 1 de julio de 1985, del Poder Judicial: “Los (Juzgados y Tribunales) del orden jurisdiccional social conocerán de las pretensiones que se promuevan dentro de la rama social del Derecho, tanto en conflictos individuales como colectivos, así como las reclamaciones en materia de Seguridad Social o contra el Estado cuando le atribuya responsabilidad la legislación laboral”.

El que ni la Sala, ni los Magistrados firmantes del Voto particular, idéntico en las SSTs de 24 y 25 de octubre de 2001, discrepante de la calificación como salario de la stock options, se planteasen su propia jurisdicción es razonable a la vista de los hechos de las demandas y, dado que, como señalan MONTERO AROCA, L.; GÓMEZ COLOMER, J.L.; MONTÓN REDONDO, A., y BARONA VILLAR, S., *Derecho Jurisdiccional*, T. I, Parte General, 10.ª edición, Tirant lo blanch, Valencia, 2000, p. 220, “por lo que afecta al proceso laboral (...) procede atribuir la competencia genérica según el tipo de conflicto o reclamación y el Derecho material en que se basa”, bien que, p. 309, no pueda obviarse que el proceso laboral no sea más que “una manifestación más de la tutela judicial privilegiada en el campo civil”.

sos de casación de cada una de las jurisdicciones propias de las respectivas Salas del Tribunal Supremo” (91).

La “doctrina jurisprudencial con transcendencia normativa” es la que emana de cualquiera de las Salas del Tribunal Supremo, cuando actúan en el ejercicio de su jurisdicción y resolviendo recursos de casación. El privilegio histórico que tenía la Sala Primera (92) de aquel Tribunal no puede seguir manteniéndose (93) por más que una cierta Jurisprudencia así lo hubiera sostenido (94), debiendo destacarse que la Sala Cuarta, de lo Social, de aquel Tribunal, ya ha destacado, como no podía ser de otro modo, su capacidad para sentar doctrina jurisprudencial (95).

En segundo lugar, se advierte en los antecedentes de hecho contenidos en aquellas sentencias, que los supuestos son iguales, ejercitándose las mismas

(91) LÓPEZ VILAS, R., *opus cit.*, *La Jurisprudencia y su función complementaria del ordenamiento jurídico*, p. 143.

(92) Alude a esa restricción de “Jurisprudencia con transcendencia normativa” a la emanada de la Sala Primera del Tribunal Supremo BLASCO GASCÓ, F. de P., *opus cit.*, *La norma jurisprudencial*, pp. 47-48, que indica: “La transcendencia normativa no alcanza a cualquier pronunciamiento del Tribunal Supremo, sino sólo la doctrina reiterada que establezca el Tribunal Supremo y, según la Jurisprudencia, sólo la Sala Primera, al interpretar y aplicar la ley, la costumbre y los principios generales del derecho”.

(93) Ejemplares al respecto son las SSTs, Sala Cuarta, de 13 de noviembre de 1998 y 9 de febrero de 1999.

(94) Vid. la que cita BLASCO GASCÓ, F. de P., *opus cit.*, *La norma jurisprudencial*, p. 48, en nota 67.

(95) Basta con reparar en los artículos 217 y 205.e) del Real Decreto Legislativo 2/1995, de 7 de abril de 1995, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Procedimiento Laboral.

Se refieren a la “constante Jurisprudencia de esta Sala”, entre otras muchas, las SSTs, Sala Cuarta de 28 de julio de 1994 y de 14 de diciembre de 1996. La STS, Sala Cuarta, de 18 de septiembre de 1991, incluso eleva la categoría de la Jurisprudencia de aquella Sala equiparándola a la tópica, que en el marco de sistemas racionales del pensamiento aristotélico sigue inmediatamente a la lógica, al decir que “es doctrina tópica de esta Sala”.

Como indica la STS, Sala Cuarta, de 18 de enero de 1993, reiterando el contenido de las de 20 de enero y 20 de marzo de 1992, en relación con el recurso de casación para unificación de doctrina, cuando se pretende que la recurrida contradice sentencias del Tribunal Supremo, “que las sentencias del Tribunal Supremo previstas han de ser precisamente de la propia Sala de lo Social, porque a ella está circunscrito el recurso y sólo puede unificar la interpretación del derecho a ella encomendado”.

Se reconoce la condición de Jurisprudencia a la emanada de la Sala Cuarta del Tribunal Supremo por una nutrida “Jurisprudencia menor”, así STSJ del País Vasco de 27-2-1996; STSJ de Murcia de 22-3-1996; STSJ de Aragón de 25-9-1996; STSJ de La Rioja de 12-12-1996, y 28-1, 25-2, 18-3 y 26-6-1997; STSJ de Cataluña de 15-7-1997; STSJ del Principado de Asturias de 14-11-1997; STSJ de Andalucía de 15-12-1997; y STSJ de Extremadura de 31 de octubre de 1997.

acciones y planteándose la Sala las mismas cuestiones. Con ello se cumple otro de los requisitos precisos para que pueda aludirse a Jurisprudencia, y que se encuentra resumida en la afirmación de que “la Jurisprudencia ha de resultar de decisiones reiteradas del Tribunal Supremo configurándose aquella, portanto, como criterios o doctrina con la que, de modo habitual o reiterado se deciden cuestiones o supuestos iguales” (96).

Lo específico de este supuesto es que no se trata de la creación paulatina de doctrina jurisprudencial, de tal manera que se pueda observar una “sustancial analogía entre los hechos de las sentencias precedentes y los del supuesto sometido al hecho litigioso”, sino que se crea en un determinado momento histórico, algo sorprendente, dada la lentitud del “tiempo jurídico”.

En tercer lugar, ha de tomarse en consideración que la exigencia de “habitualidad”, “uniformidad o “reiteración” está reducida a la existencia de “dos o más sentencias coincidentes” (97), mediante la que se manifiesta la voluntad de la Sala correspondiente de mantener un criterio continuo y uniforme. Dicha exigencia queda igualmente cumplida en las sentencias de referencia, sin que a ello obste el Voto Particular (98) contenido en las dos primeras, las cuales ade-

(96) LÓPEZ VILAS, R., *opus cit.*, *La Jurisprudencia y su función complementaria del ordenamiento jurídico*, p. 143.

(97) “Una sola sentencia no crea doctrina legal y resulta insuficiente para amparar la casación”, SSTS, Sala 1.ª, de 12 y 28-6-1962, 21-5-1963, 22-10-1966, 7-5-1968, 29-6-1970 y 7-3-1996; LÓPEZ VILAS, R., *opus cit.*, *La Jurisprudencia y su función complementaria del ordenamiento jurídico*, p. 143, que añade, pp. 143-144, “con lo cual resulta bastante menor la habitualidad o reiteración posibles para entender que existe Jurisprudencia”; también BLASCO GASCÓ, F. de P., *opus cit.*, *La norma jurisprudencial*, p. 48, indica que “este requisito de reiteración o uniformidad se materializa en la exigencia de, al menos, dos sentencias conformes”, bien que se cuida en señalar que “no parece que tenga mucho sentido pensar que la doctrina contenida en un determinado (y solo) pronunciamiento del Tribunal Supremo (...) no es nada, mientras que dos sentencias elevan la doctrina contenidas en ellas a la categoría de doctrina legal con transcendencia normativa”, con el carácter vinculante del precedente a que se refieren, y en los términos en que se refieren, algunas sentencias del propio Tribunal Supremo”.

(98) Sobre los “Votos particulares”, vid. art. 205.1 de la Ley 1/2000, de 7 de enero de 2000, de Enjuiciamiento Civil, en adelante LECiv.), que dice: “Todo el que tome parte en la votación de una sentencia o auto definitivo firmará lo acordado, aunque hubiere disentido de la mayoría; pero podrá, en este caso, anunciándolo en el momento de la votación o en el de la firma, formular voto particular, en forma de sentencia, en la que podrán aceptarse, por remisión, los puntos de hecho y fundamentos de derecho de la dictada por el tribunal con los que estuviere conforme”. Voto particular que ya no aparece en la sentencia de la misma Sala de 4 de febrero de 2002.

más, debe recordarse, han sido dictadas en Sala General (en Pleno), circunstancia en absoluto desdeñable ⁽⁹⁹⁾.

La uniformidad de criterios en los citados pronunciamientos es evidente, basta con comparar las respectivas sentencias, es más, ordinariamente y en relación con pronunciamientos que produzcan doctrina jurisprudencial, raramente se puede “aludir a una identidad absoluta” en una larga motivación o fundamentación jurídica de dos o más pronunciamientos, como ocurre en este caso. Efectivamente, los fundamentos jurídicos de las referidas sentencias son idénticos, con lo que se cumplimenta, sobradamente, el último de los requisitos necesarios para la generación de Jurisprudencia. Exigencia que “ha de partir y asentarse en la uniformidad de criterios entre dos o más sentencias” ⁽¹⁰⁰⁾, y se orienta al futuro, es decir la doctrina jurisprudencial sentada en estas sentencias habrá de respetarse por los juzgadores inferiores jerárquicamente, y por el propio Tribunal Supremo, en la medida en que los casos sometidos a su consideración mantengan relación de identidad con los que fueron objeto de estas sentencias. Esto es, “identidad entre el caso resuelto, cuyo criterio resolutivo se aduce, y el caso planteado y entre las normas entonces aplicadas y las que se entienden de aplicación al supuesto para el que se invoca la existencia de la doctrina jurisprudencial” ⁽¹⁰¹⁾.

Finalmente, en cuarto lugar, debe destacarse que los razonamientos jurídicos que forman parte de la motivación en cada una de las citadas sentencias cumplen rigurosamente el mandato legal de ser conformes a “las reglas de la lógica y de la razón” ⁽¹⁰²⁾, operando como *ratio decidendi* de los respectivos fallos ⁽¹⁰³⁾. Cumpliendo aquellos pronunciamientos el último requisito exigible para llegar a constituir doctrina jurisprudencial, pues ciertamente “Jurisprudencia es sólo la que sirve de *ratio decidendi* del fallo, de modo que únicamente serán Jurisprudencia los razonamientos jurídicos que constituyan premisa indispensable o soporte necesario de aquél, debiendo, por tanto, excluirse del

⁽⁹⁹⁾ BLASCO GASCÓ, F. de P., *opus cit.*, *La norma jurisprudencial*, p. 50.

⁽¹⁰⁰⁾ LÓPEZ VILAS, R., *opus cit.*, *La Jurisprudencia y su función complementaria del ordenamiento jurídico*, p. 144.

⁽¹⁰¹⁾ LÓPEZ VILAS, R., *opus cit.*, *La Jurisprudencia y su función complementaria del ordenamiento jurídico*, p. 144.

⁽¹⁰²⁾ Como indica el artículo 218.2 LECiv: “Las sentencias se motivarán expresando los razonamientos fácticos y jurídicos que conducen a la apreciación y valoración de las pruebas, así como a la aplicación e interpretación del derecho. La motivación deberá incidir en los distintos elementos fácticos y jurídicos del pleito, considerados individualmente y en conjunto, ajustándose siempre a las reglas de la lógica y de la razón”.

⁽¹⁰³⁾ “Los *obiter dicta* no pueden dar lugar a la casación”, STS 7-3-1996.

concepto de Jurisprudencia los llamados *obiter dicta*, es decir, aquellas consideraciones incidentales o adicionales que no sean base o fundamento de la parte dispositiva de la sentencia” (104).

En este sentido, debe señalarse que, ciertamente, de conformidad con lo expuesto en el párrafo anterior, la afirmación, contenida en el pronunciamiento correspondiente al recurso 4851/2000, relativa a que la cuestión de la naturaleza salarial del derecho reclamado no se planteaba que ni en la demanda ni en la oposición a la misma, ni se aborda en la resolución de instancia ni en la duplicación, podría inicialmente hacernos dudar de si el discurso del Tribunal Supremo en este punto, núcleo de la doctrina legal sentada, no es más que un *obiter dicta*, al resultar “pronunciado más allá de las pretensiones y excepciones, ya de las partes ya recogidas de oficio” (105).

No obstante si tomamos en cuenta el cuidadoso razonamiento al respecto de la Sala *a quo*, que entiende necesario decidir, “atendiendo a la fundamentación del recurso” si “se ha producido la infracción legal denunciada, del artículo 26 del Estatuto de los Trabajadores”, se llega a la conclusión de que, sin duda, estamos ante una cuestión nuclear del fallo, exigida por las pretensiones ejercitadas. Efectivamente, según indica la propia Sala, para poder “determinar, si existe o no el derecho que se postula (ba)” resultaba necesario discurrir previamente, “con arreglo a las leyes de la lógica y la razón”, sobre “la cuestión referida a la naturaleza jurídica de lo obtenido por el ejercicio de tal derecho de opción sobre acciones”.

II. LA CALIFICACIÓN JURISPRUDENCIAL DE LA “OPERACIÓN DE STOCK OPTIONS” COMO NEGOCIO JURÍDICO COMPLEJO

La Jurisprudencia, al considerar las stock options en el marco de la relación laboral, no se limita a señalar que son el “derecho que concede la empresa a sus colaboradores a comprar un cierto número de acciones de la misma a un determinado precio (precio de ejercicio) y durante un período de tiempo (vesting period)” (106), sino que determina las propias características de éstas, ofreciendo una cierta delimitación conceptual.

A este respecto, resulta interesante recordar la intensa problemática derivada del imposible, pero pretendido, encaje de las opciones entre los valores.

(104) LÓPEZ VILAS, R., *opus cit.*, *La Jurisprudencia y su función complementaria del ordenamiento jurídico*, p. 144.

(105) BLASCO GASCÓ, F. de P., *opus cit.*, *La norma jurisprudencial*, p. 53.

(106) CÓRDOBA BUENO, M., *Guía de las Stock Options*, Deusto, Bilbao, 2001, p. 15.

Pretensión que la modificación legislativa de la regulación de los mercados de valores ajustó a su característica naturaleza contractual ⁽¹⁰⁷⁾, afirmando la doctrina jurisprudencial que “el conjunto de derechos y obligaciones derivados de las opciones sobre acciones (...) tienen, (...) una naturaleza jurídica compleja”.

Como hemos señalado anteriormente, la doctrina jurisprudencial, si bien ofrece una relativa delimitación conceptual de las stock options, ésta resulta imprecisa pues se limita a referirse a las stock options como un “conjunto” de “naturaleza jurídica compleja”, que parece querer reconducir, finalmente, al contrato de opción ⁽¹⁰⁸⁾.

⁽¹⁰⁷⁾ En la Exposición de Motivos de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, por la que se “reforma” la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), se indica: “como consecuencia del elenco de instrumentos financieros comprendido en el nuevo ámbito de la ordenación de los mercados, que sobrepasan la categoría de los valores negociables, se extiende a aquellos la disciplina de estos últimos, para de este modo integrar a las nuevas realidades financieras (‘swaps’ ‘fras’, opciones, futuros, etc.) que tienen presencia en nuestros mercados”.

Mediante aquella Ley se añaden dos párrafos al artículo 2 de la LMV, en los que, tras indicar que “quedan comprendidos en el ámbito de la presente Ley los valores negociables...”, se especifica: “también quedará comprendidos dentro de su ámbito los siguientes instrumentos financieros (...) b) (...) los contratos financieros de opción...”. Debe destacarse que en la inicial redacción del anteproyecto (BOCG, Congreso de los diputados, núm. 29-1, de 12 de febrero de 1997) únicamente se añadía un solo párrafo en el que, sin referencia expresa a los distintos tipos de instrumentos financieros simples, se indicaba: “también quedarán comprendidos dentro de su ámbito cualesquiera otros instrumentos financieros que se negocien en los mercados secundarios de valores”.

En la doctrina vid. sobre los modelos descriptivos y conceptuales de valor negociable FARRANDO MIGUEL, I., “El concepto de “valor negociable” y la aplicación en España de la cultura de la transparencia”, en *Estudios Jurídicos en Homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, T. I, Civitas, Madrid, 1996, pp. 1218-1222; ALONSO ESPINOSA, F., *Un estudio en torno al R. D. 291/1992, de 27 de marzo*, Bosch Editor, Barcelona, 1994, pp. 117-174; Indica MASSAGUER FUENTES, J., “La opción financiera: caracterización jurídica” en *Los mercados Españoles: opciones y futuros financieros* (Díaz Ruiz, E. y Larraga, P., Directores), MEF-Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1995, pp. 266-267, “las opciones financieras no son valores negociables (...) sino contratos”; en la misma obra colectiva DEL CAÑO PALOP, J.R., “Normativa reguladora de los mercados de productos financieros derivados”, p. 172, indica “resulta difícil encajar (...) las opciones en el concepto de valor negociable”; también en el mismo sentido y en la misma obra Iglesias Prada, J.L., *El contrato de futuros financieros. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico*, p. 235; “No existe emisión en sentido estricto”; indica CUÑAT EDO, V., “Los mercados de productos derivados en las directivas comunitarias y en la legislación española”, en *Productos financieros derivados y el Euro: ¿Un mercado único?*, (Díaz Ruiz, E., y Larraga P., Directores) MEFF-Civitas, Madrid, 1999, p. 51.

⁽¹⁰⁸⁾ Afirma SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados Financieros*, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2000, p. 398, “la descripción de la opción OTC, (...), coincide básicamente con la descripción realizada por el Tribunal Supremo del contrato de opción tradicional”, y en p. 399, “las opciones OTC son contratos en virtud de los cuales una de las partes, denominada vendedor, emisor o concedente (...seller, issuer o writer) concede a la otra parte, a la que

1. Negocio jurídico complejo

En nuestra opinión, la calificación que efectúa la Jurisprudencia del ESOP como un “negocio jurídico complejo” se explica por la falta de regulación jurídico-positiva de aquella categoría en nuestro ordenamiento, a la que se le atribuye “un valor fundamentalmente descriptivo” ⁽¹⁰⁹⁾, así como por la vinculación del contrato de opción a la relación laboral.

denominaremos comprador (...buyer) y a cambio de una contraprestación consistente en el pago de un precio denominado prima (...premium), la facultad de comprar (opción de compra... call option) o de vender (opción de venta... put option) un instrumento financiero determinado (instrumento o activo subyacente... underlying asset) a un precio determinado (precio de ejercicio... exercise price o strike price) en una fecha o período determinados (fecha o plazo de ejecución... expiration day) o, alternativamente, son contratos en virtud de los cuales una de las partes, denominada comprador, deviene titular de un derecho frente a la otra parte denominada vendedor, del cual deriva la facultad de exigir el pago en dinero de la diferencia entre dos precios de un mismo instrumento subyacente: uno, llamado de ejercicio o strike price, pactado por las partes, y otro, denominado de liquidación (...settlement price), determinable de conformidad con los criterios previstos al efecto por las partes”, y como advierte más adelante, p. 400: “la descripción realizada coincide *mutatis mutandis* con la contenida en el concepto que de opción financiera negociada en mercados organizados se da en el Real Decreto 1814/1991”; como indica DÍAZ RUIZ, E., “Aspectos jurídicos de los productos financieros derivados”, en *Los mercados españoles de productos financieros derivados* (Díaz Ruiz, E., y Larraga P., Directores), MEFF-Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1998, p. 71: “desde un punto de vista teórico las opciones financieras responderían a un concepto similar al de cualquier contrato de opción, es decir supondrían la concesión por una de las partes a la otra del derecho a obligarle a contratar en una fecha futura, si discrecionalmente el beneficiario de la opción así se lo exigiera al concedente de la misma. Se trataría de un contrato preparatorio de otro principal de compraventa, que se celebraría sólo si una de las partes así se lo pide a la otra”, y en p. 72: “sin embargo, lo cierto es que, si bien algunas opciones financieras efectivamente son opciones de compra u opciones de venta, otras no dan de verdad el derecho a comprar o a vender sino tan sólo el derecho del beneficiario a obtener del concedente de la opción el pago de la cantidad de dinero que resulte de la diferencia entre los precios de mercado para determinados bienes o derechos y el precio de referencia señalado en el contrato de opción”.

Señala LARRAGA: [“Los mercados de futuros y opciones financieros”, en *Los mercados Españoles: opciones y futuros financieros* (Díaz Ruiz, E. y Larraga, P., Directores), Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1995, p. 107]: “Una opción es un contrato entre dos partes, por el cual una de ellas adquiere sobre la otra el derecho, pero no la obligación, de comprarle o venderle una cantidad determinada de activo a un cierto precio y en un momento futuro”; MASSAGUER FUENTES, J., *opus cit.*, *La opción financiera: caracterización jurídica*, pp. 265, destaca que se trata de “una categoría genérica, que da cabida a varias clases o especies de opciones financieras”. El R. Decreto 1814/1991 de 20 de diciembre (modificado por el R. Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre), por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones, art. 1.2.b), recoge una definición de opción financiera.

(109) LACRUZ BERDEJO, J. L., SANCHO REBULLIDA, F. de Asís, LUNA SERRANO, A., DELGADO ECHEVERRÍA, J., RIVERO HERNÁNDEZ, F. y RAMS ALBESA, J., *Elementos de Derecho Civil*, T. I (Parte general), Vol. Tercero, Dykinson, Madrid, 1999, p. 145; sobre su utilidad práctica vid. pp. 143-146.

Habida cuenta de su incardinación en la relación jurídico-laboral, bien pudiera plantearse si la calificación que realmente resulta apropiada a los ESOPs fuera la de un “negocio jurídico complejo que incorpora un derecho de opción de compra de acciones”. En algún momento, parece que esta última es la posición adoptada por la Jurisprudencia, cuando indica que “la opción sobre acciones es (...) un negocio jurídico complejo suscrito entre la empresa y el trabajador como medio individual de materialización de un plan general elaborado unilateralmente por la empresa para sus empleados y mientras lo sean (que) ofrece el derecho de opción” ⁽¹¹⁰⁾. No obstante aquella posible calificación choca con la pertinaz y tozuda alusión, por la Jurisprudencia, a la presencia de un “contrato de opción”.

Dada la calificación por la doctrina jurisprudencial de los ESOPs como “negocio jurídico complejo” y su continuada alusión a un “contrato de opción”, no puede concluirse que identifique a aquel “negocio jurídico complejo” con un “simple contrato de opción” ⁽¹¹¹⁾; lo contrario, sin duda, sería un resultado metafísico ⁽¹¹²⁾.

Cuestión diferente es considerar que aquel negocio jurídico complejo pueda ser considerado, a la postre, o tomar como núcleo central, un contrato que establece el derecho de opción de compra de acciones ⁽¹¹³⁾, por venir a constituir su elemento más significativo.

(110) STS, Sala 1.ª, de 14-2-1997: “la opción de compra (...) consiste en conceder al optante (...), mediante una cláusula inserta en el contrato (...), la facultad exclusiva de prestar su consentimiento en el plazo contractualmente señalado a la oferta de venta que por el primordial efecto de la opción es vinculante para el promitente, quien no puede retirarla durante el plazo aludido, y una vez ejercitada la opción oportunamente se extingue y queda consumado y se perfecciona automáticamente el contrato de compraventa”.

(111) Considera las opciones financieras contratos atípicos MASSAGUER FUENTES, J., *opus cit.*, *La opción financiera: caracterización jurídica*, p. 271

(112) Utilizando el término “metafísico” en el sentido de “oscuro y difícil de comprender”, *Diccionario Trivium- Derecho y economía*; Editorial Trivium, Madrid, 1998, voz “Metafísico”, p. 437, no como equivalente a la “Metafísica” aristotélica, vid. decimotercera edición de Espasa-Calpe, Madrid, 1990, especialmente p. 102, en donde empieza el Libro Cuarto con las siguientes palabras: “Hay una ciencia que trata del ser en tanto que ser y de los accidentes del ser”.

(113) En este punto las stock options son absolutamente precisas, frente a los contratos de opciones, que como categoría muy general puede girar sobre activos de renta fija o variable y a su vez pueden ser de compra (call) o de venta (pull), con las cuatro posiciones derivadas de la compra y venta del call o del put: “En el contrato de opción de compra, la compraventa futura está perfectamente configurada y depende del optante que se configure o no”.

Tal consideración implicaría equiparar, funcionalmente, tal “negocio jurídico complejo”, a las opciones sobre acciones OTC. Sin hacer cuestión, por ahora, al añadido de “complejidad” que supone su incardinación en una relación laboral. Ésta sería, según nuestro parecer, la mejor manera de entender la referencia que hace la doctrina jurisprudencial al negocio jurídico complejo y al contrato de opción con la misma denominación, pero que, desde luego, no los confunde.

Sin perjuicio de lo dicho hasta ahora, resulta que, y en puridad, la determinación del contenido del citado “negocio jurídico complejo” tiene determinados matices en los que es preciso detenerse. Efectivamente, nos encontramos ante un “negocio jurídico complejo” ⁽¹¹⁴⁾ que, al menos funcionalmente, opera como un “instrumento financiero”, que obedece aun “plan” o “programa”, que se incorpora a una relación laboral, por lo que, en primer lugar, a la existencia misma de aquel plan ha de atribuírsele trascendencia jurídica y, en segundo lugar, que se concreta o determina, para cada trabajador interesado, mediante un contrato de opción, al menos en los ESOPs, por lo que tal contrato también habrá de considerarse en particular.

2. La trascendencia del propio “Plan”

Los “planes” son “esquemas retributivos laborales”, que se incorporan al entramado de cada relación laboral vigente, en consideración a que ya se ha prestado el consentimiento al intercambio de trabajo (dependiente) por salario en el contrato de trabajo, circunstancia que va a determinar su accesoria respecto de este contrato de trabajo ⁽¹¹⁵⁾.

(114) Puede concebirse como aquella declaración de voluntad del empresario (que puede ser emitida libérrimamente, como resultado de “tratos preliminares” con algunos de los trabajadores o sus representantes legítimos, o en cumplimiento de una norma, que en nuestro ordenamiento parece habría de ser paccionada, esto es un convenio colectivo estatutario o extraestatutario) que bajo la forma de un “plan” o “programa”, comunicando o notificando a los trabajadores interesados (que pueden ser incluso todos los de la plantilla), les atribuye el derecho de suscribir stock options, cumplidos, en su caso, determinados requisitos, por y en virtud del vínculo laboral que les une al empresario (la sociedad) y en tanto sigan prestando sus servicios como trabajadores asalariados por cuenta ajena. Derecho que habrá de concretarse mediante un contrato que, al menos en los ESOPs, es de opción de compra de acciones (desde luego podría determinarse de otra manera, pero en las stock options practicadas, y desde luego en las tratadas por nuestra jurisprudencia, se lleva a cabo mediante un contrato que aquella califica de “opción de compra”) en el que se especifican los pormenores concretos del derecho definido y establecido en el “plan” o “programa”, incluido lo relativo a su cumplimiento (que suele responder a alguno de los estereotipos de las modalidades europea o americana de las opciones financieras).

(115) TORRES LANA, J.A. (*opus cit.*, *Contrato y derecho de opción*), admite la accesoria del contrato de opción, en pp. 84-86.

Cuestión diferente es si ese “esquema retributivo” tiene una proyección que extravasa la misma relación laboral, es decir, el ámbito de las relaciones industriales, y se instala en el mercado primario de valores, tema específico a cuya consideración nos remitimos más adelante.

En nuestra opinión, la formulación del “plan” por la empresa, cuestión que la Jurisprudencia considera, a lo más, como una actividad de oferta, es relevante jurídicamente desde el momento en que esa declaración de voluntad, que es el propio “plan”, se exterioriza ⁽¹¹⁶⁾, y es conocida, dado que es una retribución del trabajo (para los trabajadores incluidos en el “plan”). El derecho a dicha retribución existiría desde el momento de la publicación o notificación del plan a los trabajadores incluidos en el mismo y, consecuentemente, antes de la conclusión del contrato de opción, pues la declaración de voluntad de cada trabajador más que aceptación de una oferta contractual es fijación, determinación o concreción de un complemento salarial conforme a los términos del “plan”. En consecuencia, el propio Plan vincula al empresario con la fuerza que le otorga el desarrollarse en el seno de una relación laboral preestablecida, al suponer el establecimiento de una específica retribución que, justamente, las sentencias califican de salarial. No se trata, pues, de una simple oferta contractual.

El “plan” o “programa” de stock options constituye el principio de un entramado que, en sí mismo, constituye una retribución, por más que la Jurisprudencia, en aparente incongruencia con su propio razonamiento interno, sólo considere como tal el resultado del ejercicio, en su caso, del derecho de optar. La posición que, de ordinario, tiene el concedente, en el contrato de opción “de vinculación, tanto al contrato de opción, como al contrato definitivo ⁽¹¹⁷⁾”, sufre, en consecuencia, un salto cualitativo, ampliándose y reforzándose por su vinculación al contrato de trabajo.

Aquel plan, una vez publicado o notificado a los trabajadores, en cuanto acto recepticio, establece un complemento retributivo, en el seno de una relación laboral preexistente, que es inmediatamente exigible por los trabajadores

⁽¹¹⁶⁾ MOLINA NAVARRETE, C., *opus cit.*, *La dimensión jurídico-salarial de los employee stock options plans: La doctrina legal ¿zanja o relanza la polémica?*, pp. 23-24, entiende que la fase de aprobación del plan “no representa en sí misma ningún acto de concesión formal a sus potenciales beneficiarios, que sólo se produce con el contrato de opción. Sin embargo no puede desdeñarse su importancia jurídica, pues define los aspectos funcionales y finales, esto es causales, del negocio opcional: representa sus ‘condiciones generales de contratación’ (condiciones prácticas de uso). El contrato de opción a celebrar participa, así, de la naturaleza típica de los ‘contratos de adhesión’”.

⁽¹¹⁷⁾ TORRES LANA, J.A., *opus cit.*, *Contrato y derecho de opción*, p. 107.

beneficiarios del mismo, no simplemente genera meras expectativas ⁽¹¹⁸⁾ sino que da origen a una relación crediticia, por más que su concreción pueda requerir un acto jurídico posterior de naturaleza contractual, que generará, bien que tras la conclusión de tal contrato (de opción) un “derecho subjetivo potestativo de crédito” ⁽¹¹⁹⁾.

En dicha consideración reside una de las peculiaridades de este complemento retributivo, que necesita de su concreción, mejor que aceptación, por el trabajador, conforme con el “plan”, manifestación acorde con la “remercantilización” del salario antes aludida. No es el establecimiento del plan, ni su eficacia vinculante para el empresario, que sin duda opera desde el conocimiento del “plan” por los trabajadores, nisi quiera su posible complejidad, lo que determina, en puridad, la necesaria conclusión posterior del contrato de opción, sino la discrecionalidad de cada uno de los trabajadores, incluidos en aquel plan, para adquirir el derecho (suscribir el plan) y la necesidad de precisar, en su caso, determinados extremos de ese complemento retributivo (por ejemplo la cantidad de stock options a suscribir), extremos dejados a su libre criterio (dentro de los límites que marque el plan), que exigen y requieren de la conclusión del contrato de opción ⁽¹²⁰⁾.

También debe destacarse que la evolución y tendencias de las regulaciones contables referidas a los planes de stock options resultan esclarecedoras. Efectivamente, sobrepasada una, históricamente más que actual, práctica contable desconocedora de la necesidad del conocimiento de los planes de stock options por los usuarios de la información contable, se plantea la siguiente duda: ¿debe tenerse en cuenta el gasto cuando se ejercitan las opciones o cuándo éstas se emiten? ⁽¹²¹⁾. La respuesta, con proyección al inmediato futuro, es favorable a que los estados financieros “revelen” los compromisos adquiridos con los planes de opciones, resultando contundentemente reflejados en las Normas Internaciona-

(118) Sobre los “errores y equívocos que dominan la doctrina de las expectativas”, vid. CASTRO Y BRAVO F. de, *Derecho Civil de España*, T. I, Instituto de Estudios Políticos, Madrid, 1949, p. 607.

(119) Así lo hace MOLINA NAVARRETE, C., *opus cit.*, *La dimensión jurídico-salarial de los employee stock options plans: La doctrina legal ¿zanja o relanza la polémica?*, p. 22, bien que derivado, a su entender, del contrato de opción, distinguiendo dos situaciones jurídicas, a saber, el derecho potestativo al ejercicio de la opción y el beneficio o rendimiento.

(120) Ciertamente en cualquier “contrato de opción de compra, la compraventa futura está perfectamente configurada y depende del optante que se consuma o no”, SSTS de 16-3-1979, 4-4 y 9-10-1987; 24-10-1990, 24-1 y 28-10 y 23-12-1991 y 7-3-1996.

(121) HILL, A. y DESPEIGNES, P., “La mejor opción contable”, *Expansión* (Empresas), de 20 de abril de 2002, p. 14.

les de Contabilidad (las habitualmente llamadas NIC, elaboradas por el IASB) y sus interpretaciones (las SIC) ⁽¹²²⁾.

Efectivamente, la NIC 19, “beneficios a los empleados”, revisada en el 2000, establece en el párrafo 144 relativo a beneficios a largo plazo (los cuales incluyen los planes de opciones sobre acciones) que la empresa deberá revelar en sus estados financieros la naturaleza de los planes de opciones sobre acciones así como los importes reconocidos, además de los instrumentos financieros emitidos, con todos sus pormenores, durante el período contable para hacer frente a tales compromisos, opciones ejercitadas, etc. A este respecto, debe recordarse que las citadas normas contables serán, sin duda en breve plazo, de aplicación obligada en toda la Unión Europea ⁽¹²³⁾ para la formulación de las cuentas consolidadas (opcionalmente para las cuentas individuales) de las sociedades cotizadas ⁽¹²⁴⁾ y, en todo caso, para las de entidades financieras y empresas de seguros, sean o no cotizadas ⁽¹²⁵⁾.

3. El contrato de opción

Como ya hemos mencionado anteriormente, la Jurisprudencia, utilizando una terminología confusa, indica que “la opción sobre acciones ⁽¹²⁶⁾ es, en este

⁽¹²²⁾ NIC = Normas Internacionales de Contabilidad; IASB = Comité de las Normas Internacionales de Contabilidad; SIC = Comité de Interpretaciones; Las NIC y las SIC se recogen en, *Normas Internacionales de contabilidad 2001*, AA.VV., Ciss-Praxis, Madrid, 2001, siendo singularmente relevantes las NIC 19, párrafos 144-152, pp. 553-557; NIC 33, párrafos 1-9 y 38, pp. 947-949 y 964-965; SIC 24, pp. 1705-1707.

⁽¹²³⁾ El Reglamento (CE) núm. 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad, señala en su artículo 3.3 que “a más tardar el 31 de diciembre de 2002, la Comisión decidirá (...) acerca de la aplicabilidad en la Comunidad de las normas internacionales de contabilidad existentes en el momento de la entrada en vigor del presente Reglamento”.

⁽¹²⁴⁾ El artículo 4.º del Reglamento (CE) núm. 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de las normas internacionales de contabilidad “para los ejercicios financieros que comiencen a partir del 1 de enero de 2005 incluye, las sociedades que se rigen por la Ley de un Estado miembro elaborarán sus cuentas consolidadas de conformidad con las normas internacionales de contabilidad (...) si, en la fecha de cierre de su balance, sus valores han sido admitidos a cotización en un mercado regulado de cualquier Estado miembros (...)”.

⁽¹²⁵⁾ Debiéndose tener, a este respecto, muy en cuenta la NIC 33 y la SIC 24.

⁽¹²⁶⁾ Indican las SSTs, Sala 1.ª, de 23-3-1945; 10-7-1946; 22-6 y 17-11-1966; 7-11-1967; 21-10-1974; 28-5-1976; 12-7-1979; 15-2-1980; 10-12-1982; 9-10-1987; 8-3-1991 y 7-3-1996: “las premisas de la opción son las siguientes: 1) la opción de compra es una figura *sui generis*, con sustantividad propia, mediante la cual el optante logra, de modo exclusivo, la

caso, un negocio jurídico ⁽¹²⁷⁾ complejo suscrito entre la empresa y el trabajador como medio individual de materialización de un plan general elaborado unilateralmente por la empresa para sus empleados y mientras lo sean” y que “el contrato de opción se perfecciona por el consentimiento en que confluyen las voluntades de las partes que lo suscriben”.

La reconducción que parece realizarla Jurisprudencia del “negocio jurídico complejo” al contrato de opción no sería desacertada desde una perspectiva práctica, al estar ya regulado y tipificado el contrato de opción financiera. En todo caso, ha de precisarse que el contrato de opción forma parte de aquella compleja operación de stock options, que es negocio jurídico complejo al que la jurisprudencia, con desafortunada semántica, denomina “de opción sobre acciones”, propiciando la confusión del todo con una de sus partes.

El contrato de opción es singular, pues su subyacente es financiero, precisamente acciones, y opera como un instrumento financiero no negociado en un mercado organizado, esto es OTC ⁽¹²⁸⁾, negocio al que, al menos a determinados efectos, se puede asimilar. En definitiva, podríamos afirmar que estamos ante un contrato de opción *sui generis*, singular, por cuanto no tiene necesariamente carácter preparatorio de otro contrato, “llamado usualmente definitivo” ⁽¹²⁹⁾, sino que puede liquidarse por diferencias en metálico ⁽¹³⁰⁾ (lo cual es usual).

Como ya hemos señalado, la Jurisprudencia no duda en afirmar la existencia de un “contrato de opción” ⁽¹³¹⁾. El análisis de dicha figura debe partir, en-

facultad de prestar su consentimiento en el plazo señalado a la oferta de venta que, por el primordial efecto de la opción, es vinculante para el promitente, quien no puede retirarla en el plazo aludido; 2) una vez ejercitada la opción por el optante, dentro del plazo señalado y comunicada al concedente, se extingue o queda consumada la opción y nace y se perfecciona automáticamente el contrato de compraventa, al producirse en relación con éste el concurso del consentimiento exigido por la Ley, sin que el optatario o concedente de la opción pueda hacer nada para frustrar su efectividad”.

⁽¹²⁷⁾ Como indican las SSTs, Sala 1.ª, de 29-3-1993 y 6-7-199, “La opción de compra en sí misma es un derecho que también puede conformarse como negocio jurídico”.

⁽¹²⁸⁾ Sobre los derivados OTC vid. EDWARDS, S., “Legal principles of derivatives”, *TJBL*, enero 2002, pp. 1-33.

⁽¹²⁹⁾ TORRES LANA, J.A., *Contrato y derecho de opción*, Trivium, Madrid, 1987, p. 88.

⁽¹³⁰⁾ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *opus cit.*, *Stock Options. Economía, política retributiva y debate social*, pp. 246-247, en pp. 74 y ss., sobre la modalidad de “stock options” que son las “stock appreciation rights (SARs)”, dice que son “liquidativas de incrementos de cotización u opciones de revalorización de acciones”.

⁽¹³¹⁾ Indica la STS, Sala 1.ª, de 4-12-1997: “el contrato de opción se puede clasificar como enclavado dentro de los conocidos con el nombre de contratos atípicos (...) puede definirse como aquel que atribuye al beneficiario un derecho que le permite decidir, dentro de un periodo de tiempo concreto, en punto a la conclusión de un determinado contrato”; de ahí la identificación, por parte de la doctrina, entre contrato de opción y precontrato, así DÍEZ-PICAZO, L.,

todo caso, de la doctrina civil existente en torno al contrato de opción, pues incluso la opción financiera típica OTC, cuando la ejecución se refiere a la entrega del subyacente financiero, “coincide básicamente con la descripción realizada por el Tribunal Supremo del contrato de opción tradicional”⁽¹³²⁾.

No obstante lo anterior, puede cuestionarse si, cuando se trata de opciones financieras exclusivamente a liquidar por diferencias en los precios del activo subyacente, aquel negocio “nada o poco tiene de opción, por cuanto en él faltaría uno de los requisitos esenciales de la opción: la concesión de la facultad de optar al comprador”⁽¹³³⁾. Ciertamente, cabría afirmar que sino hay diferencias en el momento de la liquidación, difícilmente puede considerarse que pueda existir derecho de opción alguno o, al menos, que su ejercicio pueda tener utilidad para el beneficiario de la opción, si bien, no obstante, no cabe duda que

Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial, Vol. Primero (introducción. *Teoría del Contrato*), Civitas, Madrid, 1996 (quinta edición), pp. 344-345. Cabe precisar, en el sentido antes expuesto, que una determinada línea jurisprudencial actual se orienta por considerar el precontrato como ya el contrato definitivo, sólo que “en germen”. Tal como indican las SSTs, Sala 1.ª, de 25-6-1993 y 10-6-1996, en términos de esta última: “La doctrina científica viene estudiando la figura del contrato preliminar bajo dos puntos de vista, el que pudiera calificarse de tradicional, entendiendo que el precontrato es un contrato en sí mismo, por virtud del cual las partes quedan obligadas a celebrar en un momento posterior un nuevo contrato; esta obligación de contratar cuyo objeto consiste en la futura prestación de un nuevo consentimiento contractual, en esencia es una obligación de hacer, o más concretamente, una prestación de emitir en el futuro una declaración de voluntad: acto estrictamente personal y no coercible directamente, debiendo su incumplimiento traducirse en una indemnización de daños y perjuicios. La otra posición doctrinal más moderna, entiende, que el precontrato es ya un contrato completo, al no tratarse de una obligación de contratar en el futuro, se contrae más bien una obligación de colaborar para establecer el contrato definitivo, fijándose en el mismo unas líneas directrices, o unos criterios básicos que las partes deben desarrollar y desenvolver en un momento posterior; se afirma por los defensores de esta teoría, que en el precontrato existe ya todo el contrato principal o definitivo, pero en germen, en síntesis, debiendo contener sus líneas básicas y todos los requisitos exigidos para la validez del llamado contrato futuro (...) en el cumplimiento forzoso de un precontrato puede sustituirse la voluntad del obligado por la del juez, circunscribiéndose el derecho a la indemnización para el supuesto de que el contrato no se pueda cumplir”.

No obstante también ha de significarse que otra línea jurisprudencial sostiene al respecto una tesis muy diferente. Ejemplo de ella son las SSTs de 4-7-1991 y 8-2-1996, a cuyo tenor: “el precontrato o *pactum de contrahendo* cabe sintetizarle por su función esencial de ligar a las partes para la conclusión de un futuro contrato, de manera que no ofrece elementos bastantes o suficientes para vincular sin un nuevo convenio u originar, por sí mismo, la efectividad de lo estipulado”.

⁽¹³²⁾ SANZ CABALLERO, J.I., *opus cit.*, *Derivados Financieros*, p. 398; Señala SÁNCHEZ ANDRÉS, A. *opus cit.*, *Las llamadas stock options y las fórmulas mágicas de la ciencia jurídica*, p. 1487, que “las stock options son básicamente opciones y más precisamente opciones contractuales”.

⁽¹³³⁾ SANZ CABALLERO, J.I., *opus cit.*, *Derivados Financieros*, p. 399.

ha de ejercitarse el derecho de opción si, existiendo diferencias en el momento de la liquidación, se quiere percibir ésta ⁽¹³⁴⁾.

En aquellos planes que establecen un mecanismo de liquidación por diferencias ha de considerarse que las dudas acerca de la existencia de un derecho de opción de compra no altera la conclusión de que en las stock options se produce un giro sustancial respecto de las opciones financieras, por cuanto se trata de retribuciones salariales (siempre que las mismas se dirijan a los trabajadores). En estos casos, la compra o adquisición de acciones constituye un mecanismo operativo o funcional, perfectamente sustituible por la liquidación directa de diferencias, característico de la “era de las finanzas”.

Cuestión diferente a la de la liquidación por diferencias *stricto sensu* es el hecho habitual de que el ESOP pueda otorgar al empleado la facultad, cuando ejercite el derecho de opción, de poder “elegir entre conservar las acciones o venderlas simultáneamente”, en cuyo caso siempre las adquirirá previamente, debiendo efectuarse a su favor la transferencia (contable, en su caso), para que pueda efectivamente vender, aun cuando en el tiempo todo se desarrolle simultáneamente. Así pues, el beneficiario del derecho de opción ha de ejercitarlo, quedando a su discrecional voluntad no liquidarlas simultáneamente a su entrega, por ejemplo, advierte que especulando puede obtener un montante superior de retribución ⁽¹³⁵⁾.

4. La vinculación entre el Plan y el contrato de opción. Características y elementos del contrato de opción

Como ya hemos mencionado, las stock options son un “negocio unitario complejo” ⁽¹³⁶⁾, en las que no se pueden disociar, “por su íntima soldadura”, plan o programa y contrato de opción. Cabe precisar que si la aplicación del “plan” o “programa”, y sus consecuentes contratos de opción, vienen impuestos por una norma convencional (convenio colectivo estatutario o extraestatutario), circunstancia posible por más que infrecuente en la práctica, estaríamos ante el

⁽¹³⁴⁾ Como indica IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *opus cit.*, *Stock Options. Economía, política retributiva y debate social*, p. 77, la literatura jurídica contemporánea, “siguiendo el criterio del mercado reconocido en el plano legislativo europeo” a través de la Directiva 93/22/CEE, “reconoce que los derechos liquidativos (...) de diferencias de valor subyacente constituyen derechos negociables de opción, al facultar al decidente para seleccionar su posición jurídica posterior de preceptor de las diferencias acreditadas por él mediante uso de su potestad”.

⁽¹³⁵⁾ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *opus cit.*, *Stock Options. Economía, política retributiva y debate social*, en pp. 74-75 y 242-243.

⁽¹³⁶⁾ DE CASTRO Y BRAVO, F., *El Negocio Jurídico*, Civitas, Madrid, 1985, p. 210.

cumplimiento de obligaciones legales, siendo el carácter negocial de la operación, en tal caso, discutible ⁽¹³⁷⁾.

En discrepancia con lo expuesto anteriormente, la Jurisprudencia señala que el “contrato de opción se perfecciona por el consentimiento y en el momento en el que confluyen las voluntades de las partes que lo suscriben”, y que, precisamente en su virtud, “la empresa queda obligada, vinculada desde ese instante a respetar el derecho de optar del empleado y éste tiene el derecho a ejercitar esa opción cuando llegue el momento”, sin que en absoluto tenga, para la doctrina jurisprudencial, eficacia vinculante para la sociedad-empresario la propia publicación o notificación del “plan”.

El carácter consensual del contrato, tal como indica la Jurisprudencia, no ofrece duda, pero sí puede cuestionarse, sin embargo, el carácter bilateral o unilateral ⁽¹³⁸⁾ del mismo, cuando no exista obligación de pago de prima alguna, *in pecunia*, por parte de los trabajadores ⁽¹³⁹⁾, en el bien entendido sentido de que “el contrato de opción de compra, desde el punto de vista de las obligaciones que nacen del mismo (salvo el supuesto en que se haya estipulado el pago, por el optante, de una prima por la concesión de la opción) es un negocio unilateral, por cuanto sólo crea obligaciones para el optatario o concedente de la opción” ⁽¹⁴⁰⁾.

En relación con lo anteriormente expuesto, la primera cuestión que entendemos habrá de plantearse es si la falta de contraprestación dineraria por parte del trabajadores un rasgo estructural, esencial o simplemente natural del citado contrato de opción. En principio, su característica natural es retributiva por el trabajo prestado por cuenta ajena excluye la posibilidad de que el trabajador efectúe una atribución patrimonial a favor del empresario (que, probablemente, habría de calificarse de remuneratoria), excepto en el supuesto de que, a pesar de la prima

(137) Vid. sobre los “contratos impuestos” DE CASTRO, F., *opus cit.*, pp. 41-42.

(138) Conviene reparar en que nos estamos refiriendo al contrato, no al negocio jurídico complejo, y que así como para que un negocio jurídico sea bilateral basta con la intervención de dos partes, cuando de un contrato se trata la bilateralidad, en aquel sentido, se da por supuesta al ser esencial a la noción misma de contrato; por ello cuando la referencia bilateral se refiere al contrato alude a la generación o no de obligaciones correlativas para las partes, vid. LACRUZ BERDEJO, J.L., SÁNCHO REBULLIDA F. de Asís, LUNA SERRANO, A., DELGADO ECHEVERRÍA, J., RIVERO HERNÁNDEZ, F., RAMS ALBESA, J., *opus cit.*, pp. 231 y 233.

(139) IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *opus cit.*, *Stock Options. Economía, política retributiva y debate social*, p. 37 alude a la “ausencia de prima o precio o contraprestación explícita in pecunia”.

(140) SSTs de 21-7 y 18-10-1993, y 31-7-1996.

satisfecha, el valor intrínseco de la opción se sitúa “in the money” y puede ser ejercitada por el trabajador en cualquier momento a partir de su otorgamiento.

En conclusión, debe afirmarse que la existencia o no de “prima”, en puridad, ha de considerarse como un elemento natural y no esencial de las stock options. Asimismo, debe igualmente señalarse que la inexistencia del pago de una “prima” por parte del trabajador “no significa que la opción resulte gratuita al beneficiario, en la medida en que subyace una contraprestación implícita, su propio trabajo, causa de la atribución de las opciones” ⁽¹⁴¹⁾, y, en consecuencia, no queda desvirtuada su naturaleza bilateral. A mayor abundamiento, puede también afirmarse que la onerosidad del contrato de trabajo “embebe la onerosidad” del contrato de opción ⁽¹⁴²⁾.

Los elementos subjetivos del negocio de opción serán, lógicamente, el empresario y cada trabajador participante en el plan, puesto que al insertarse en la relación laboral, necesariamente tiene a aquellos como sujetos, siendo reflejo de ello, como indica la Jurisprudencia, que, en sede de aquella compleja operación, el contrato de opción se suscriba “entre la empresa y el trabajador como medio individual de materialización de un plan general elaborado unilateralmente por la empresa para sus empleados y mientras lo sean”.

A este respecto, indica la Jurisprudencia que “el elemento subjetivo constituido por la exigencia de que sea un trabajador de la empresa (...) se configura (...) como un requisito o elemento inicial, pues la oferta (*sic*)”, esto es el plan, “sólo se hace (*sic*)”, esto es se refiere, “por la empresa a sus trabajadores”, es decir, quienes actúan como parte en el negocio de opción han de estar vinculados por una relación laboral, y precisamente quien atribuye el derecho ha de ser el empresario y quien lo recibe un trabajador relacionado jurídicamente con el primero mediante un contrato de trabajo.

La causa del contrato negocio de opción ⁽¹⁴³⁾ merece, en nuestra opinión, una referencia detenida. Efectivamente, al inscribirse el negocio de opción en la órbita de la relación laboral, no puede considerarse un “negocio inicial”, puesto

(141) IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *opus cit.*, *Stock Options. Economía, política retributiva y debate social*, que añade “e incluso un correspondiente explícito”.

(142) Aplicando *pari passu* la doctrina contenida en las SSTs de 18-6-1993 y 14-2-1997, “la onerosidad del contrato (...) también embebe la onerosidad del derecho de opción en él recogido”.

(143) Como indican DÍEZ-PICAZO, L. y GULLÓN A., *Sistema de Derecho civil*, Vol. I, Tecnos, Madrid, 1997 (novena edición), p. 503, “la causa puede ser tenida como el propósito de alcanzar un determinado resultado empírico con el negocio (...) cuando no exista un propósito específico, la causa se encuentra simplemente en el propósito de alcanzar la finalidad genérica del negocio”.

que se presupone la existencia del contrato de trabajo. En consecuencia, dicho negocio deberá considerarse de cumplimiento ⁽¹⁴⁴⁾, o “ejecutivo”, circunstancia determinante de que su causa se encuentra fuera del mismo, y de que se “lige” con la causa del contrato de trabajo, por más que aquella sea más amplia ⁽¹⁴⁵⁾. En sede causal las stock options muestran su separación de las opciones financieras OTC, pues estas últimas, en cuanto que derivados financieros, tienen su causa en la gestión de un riesgo ⁽¹⁴⁶⁾, lo que en absoluto está presente en las stock options.

En consecuencia, en nuestra opinión, cabe afirmar la participación del contrato de opción en la causa del contrato de trabajo, con las precisiones señaladas anteriormente ⁽¹⁴⁷⁾. A estos efectos, deben destacarse las siguientes afirmaciones de la Jurisprudencia:

- a) mediante las stock options, la sociedad-empresario: i) “trata de primar la propia existencia de la relación fiel o vinculada con ella” (la empresa); ii) “trata de alcanzar el objetivo perfectamente valorable de

(144) Sobre los negocios de cumplimiento vid. LACRUZ BERDEJO, J.L., SANCHO REBULLIDA F. de Asís, LUNA SERRANO, A., DELGADO ECHEVERRÍA, J., RIVERO HERNÁNDEZ, F. y RAMS ALBESA, J., *opus cit.*, *Elementos de Derecho Civil*, pp. 235 y 236.

(145) Sobre la causa en los “negocios ejecutivos” vid. DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, Vol. Primero, *Introducción. Teoría del contrato*, Civitas, Madrid, 1996, pp. 234-235.

(146) SANZ CABALLERO, J.I., *opus cit.*, *Derivados financieros*, pp. 218-222 y 406.

(147) Según ALONSO OLEA, M. y CASAS BAAMONDE, M.^a E., *Derecho del Trabajo*, Civitas, Madrid, 1997 (decimoquinta edición), p. 51, “la causa del contrato de trabajo está en la cesión remunerada de los frutos que del mismo resultan, entendidos en sentido amplio de producto útil resultante de la actividad humana, entendida la causa en sus dos sentidos objetivo (...) y subjetivo”; en sentido más preciso indican PALOMEQUE LÓPEZ, M.C. y ÁLVAREZ DE LA ROSA M., “Derecho del Trabajo”, Editorial Centro Ramón Areces, Madrid, 2000 (octava edición): “siguiendo las pautas marcadas por el artículo 1274 del código civil, la causa del contrato de trabajo será, para el trabajador, obtener salario y para el empresario obtener los correspondientes servicios en régimen de ajeneidad”; Incluso más concretamente se afirma que tratándose de un contrato cambiario “no se trata de un intercambio genérico de trabajo y retribución, sino un intercambio específico de trabajo dependiente y de retribución en régimen de ajeneidad”, por ALBIOL MONTESINOS, I., CÁMPS RUIZ, L.M., LÓPEZ GANDÍA, J., y SALA FRANCO, T., *Derecho del Trabajo*, T. II (Contrato Individual), Tirant lo blanch, Valencia, 2001, p. 22; también LAMA RIVERA, L.J., “La causa en el negocio jurídico laboral”, RT, núm. 6, 1953, pp. 697 y ss.; SUÁREZ GONZÁLEZ, F., “Apuntes sobre la causa del contrato de trabajo”, RT, núm. 6, 1961, pp. 1881 y ss.; CABRERA BAZÁN, J., “Sobre la causa y el principio de equivalencia en las prestaciones en el contrato de trabajo”, en *Estudios de Derecho del Trabajo en memoria del Profesor Gaspar Bayón Chacón*, Tecnos, Madrid, 1980, pp. 155 ss.; mismo autor “Contrato de trabajo y contrato de actividad”, RPS, núm. 90, 1971, pp. 27 ss.

Sobre la “causa del negocio atípico” vid. DE CASTO, F., *opus cit.*, *El Negocio Jurídico*, pp. 208-211.

no tener que contratar nuevos empleados si se marchan los experimentados, con el coste de formación y falta de productividad inicial que normalmente seguiría a las nuevas contrataciones”;

- b) por ello “deja de tener sentido, desde el punto de vista de quien ofrece el derecho de opción cuando el empleado ya no está en activo”; pudiendo el trabajador ejercitar su derecho “siempre que, en principio, se halle vinculado a la empresa”; y
- c) “correlativamente, el trabajador puede analizar las ventajas retributivas que le proporcionan las opciones sobre acciones hasta, al menos, el momento en que puede hacer efectivo su derecho y, después, verá normalmente cumplidas sus aspiraciones de obtener una cantidad de dinero, si opta por la modalidad de compra y venta inmediata de las acciones o bien incluir en su patrimonio el número fijado de acciones de la empresa, que en cualquier momento podrá transformar en dinero si lo desea, mediante su venta en bolsa”.

Llegando la Jurisprudencia a la siguiente conclusión:

“...la vinculación entre la actividad laboral del empleado, su esfuerzo y dedicación y la obtención de un beneficio económico valorable derivado del ejercicio de la opción, se muestra así evidente”.

En sentido contrario a lo expuesto, debe aludirse a la argumentación contenida en el Voto Particular a las SSTS de 24 y 25 de octubre de 2001 ⁽¹⁴⁸⁾. Según entienden los Magistrados que lo suscriben “los beneficios económicos concedidos por los planes de opción de compra de acciones enjuiciados no constituyen retribución o contraprestación del trabajo” porque:

- a) “tienen como causa exclusiva el estímulo a la permanencia en la empresa por un cierto tiempo”; y
- b) “nos encontramos ante beneficios o ventajas económicas que se conceden sólo en concepto de incentivo o compensación recíproca a la permanencia en la empresa y no como contraprestación del trabajo realizado”.

(148) Formulado por el Magistrado don Antonio Martín Valverde, al que se adhirieron los Magistrados don Luis Gil Suárez (Presidente de la Sala) y don José María Martín Correa.

Es decir, esa argumentación se fundamenta y trata, en definitiva, de afirmar que la causa del negocio de opciones completamente ajena a la del contrato de trabajo, viéndose obligados quienes discrepan del criterio mayoritario a referirse a la generosidad y gratuidad de semejante atribución empresarial, con la siguiente indicación: “sin que, en principio, pueda descartarse la hipótesis de la ‘donación remuneratoria’ contemplada en el artículo 619 ⁽¹⁴⁹⁾ del Código Civil” ⁽¹⁵⁰⁾.

El motivo de aquella argumentación que ataca frontalmente a la causa anteriormente expuesta en cuanto participa en la causa del contrato de trabajo, consecuentemente, de la obligación salarial, se resume en los siguientes términos:

“El fin práctico que persiguen los referidos planes sociales y los correspondientes convenios de ejecución individual de los mismos es la ‘implicación’ o ‘involucración de los empleados del grupo (...)’. Este estímulo a la estabilidad o permanencia no está acompañado en el caso de ningún ingrediente de retribución o contraprestación del trabajo, en cuanto que, en los planes de stock options (...), la percepción por parte del trabajador de los beneficios no depende directa o indirectamente del trabajo efectivamente prestado”.

Por el contrario, en nuestra opinión, como ya hemos señalado reiteradamente, la causa del contrato de opción se vincula y se identifica parcialmente con la del contrato de trabajo si bien, como ya se indicó, es menos amplia, y se reconduce a la permanencia del trabajador prestando sus servicios a cambio de obtener una determinada remuneración en forma de stock options (en caso de que la suscripción de las opciones se supeditara al logro de unos particulares objetivos, ese concreto rendimiento también formaría parte de la causa), y esa “retribución es un derecho fundamental del trabajador y (...) fundamental obligación del empleador, pues el contrato de trabajo viene precisamente caracterizado por el intercambio entre trabajo y retribución. Esta característica (función

⁽¹⁴⁹⁾ Cuyo contenido es el siguiente: “Es también donación la que se hace a una persona por sus méritos o por los servicios prestados al donante, siempre que no constituyan deudas exigibles, o aquella en que se impone al donatario un gravamen inferior al valor de lo donado”.

⁽¹⁵⁰⁾ La alusión a un posible negocio gratuito excluye el tratar unitariamente el elemento causal, pues en este punto “la distancia que separa a los contratos onerosos de los gratuitos es prácticamente insalvable”; PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de Derecho Civil*, Bosch, Barcelona, 1969, p. 129.

económico-social del contrato) hace que la onerosidad asuma o revista un carácter esencial del mismo” ⁽¹⁵¹⁾, lejos de cualquier idea de atribución gratuita.

III. EL PROPÓSITO DEL EMPRESARIO AL OFRECER STOCK OPTIONS DE “PRIMAR LA PROPIA EXISTENCIA DE UNA RELACIÓN LABORAL FIEL”, EL AHORRO DE COSTES Y LA MEJORA DE LOS RESULTADOS

Se indica, habitualmente, que el empresario mediante el establecimiento de un ESOP pretende la “fidelización” de sus trabajadores y la mejora de la productividad o del rendimiento individual de aquellos, es decir, en definitiva, pretende primar la permanencia de una relación laboral extremadamente fiel.

La primera de aquellas funciones se atribuye, generalmente, a los planes de stocks options ⁽¹⁵²⁾, y se instrumenta tanto mediante la imposición de una obligación de “permanencia laboral” ⁽¹⁵³⁾ como por la asunción, por parte del trabajador, del “compromiso corporativo”, esto último como una exacerbación del deber de lealtad y “fidelidad” que le incumbe en aras del contrato de trabajo y trasunto del deber de buena fe en la prestación del trabajo ⁽¹⁵⁴⁾, extensión de un deber básico del trabajador que se entronca claramente con la “ética del merca-

⁽¹⁵¹⁾ FERNÁNDEZ AVILÉS, J.A., “Configuración jurídica del salario”, Comares, Granada, 2001, pp. 25-28, que añade en p. 26, “en realidad, la cuestión atiende a la propia causa del contrato, que puede ser onerosa o gratuita (...) el derecho del trabajador vinculado laboralmente al percibo de una remuneración por su trabajo resulta, sin duda, de la propia conformación jurídica de un contrato caracterizado por su onerosidad y reciprocidad de las prestaciones que genera: las otras obligaciones que dimanen del contrato de trabajo no presentan aquel recíproco nexo de causalidad y funcionalidad que es operante de continuo entre trabajo y salario: no dominan entre los motivos que inducen a las partes a estipular el contrato de trabajo”.

⁽¹⁵²⁾ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *opus cit.*, *Stock Options. Economía, política retributiva y debate social*, en p. 32, alude a la “acusada tendencia de quedar configuradas (...) con la finalidad comúnmente proclamada de desempeñar una función fidelizadora o vinculadora a la empresa de aquellas personas que son sus beneficiarios o destinatarios”.

⁽¹⁵³⁾ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *opus cit.*, *Stock Options. Economía, política retributiva y debate social*, en p. 32.

⁽¹⁵⁴⁾ Como indica MONTROYA MELGAR. A., *opus cit.*, *La buena fe en el contrato de trabajo*, p. 45, “En nuestro sistema jurídico-laboral, (...) el alcance limitado del deber de fidelidad del trabajador es una constante, sin perjuicio de las lógicas modulaciones consiguientes a las distintas épocas”.

do”⁽¹⁵⁵⁾. En términos de la doctrina jurisprudencial, se afirma a este respecto que “los planes de opciones sobre acciones han tenido siempre y tienen un marcado carácter retributivo como incentivo laboral, tratan (do) de incrementar de esa forma el compromiso de los empleados con la empresa”.

Cuando se trata de personal muy cualificado se dice que contribuye, además, a “evitar la fuga de los mejores y consolidar excelentes prácticas de gobierno”⁽¹⁵⁶⁾.

Como hemos señalado anteriormente, se trata de promover, directamente, el incremento cualitativo de los deberes de buena fe, y no solo de que el trabajador realice “su prestación laboral ajustándose a criterios (...) de fidelidad, lealtad, honorabilidad, probidad y confianza (...) cooperando a la efectividad del contrato y a la seguridad del tráfico negocial”⁽¹⁵⁷⁾, durante el período de tiempo al que compromete su permanencia en la empresa. Es decir, en definitiva, supone “vincular al trabajador más” a la organización empresarial, evitando el debilitamiento de la prestación del trabajo, al disminuir la inseguridad o precariedad en el empleo.

Aquel resultado de acentuar la vinculación del trabajador al complejo productivo y a la sociedad-empresario se incrementa en la medida en que se enlazan sucesivos planes de stock options dirigidos al mismo grupo de trabajadores, existiendo incluso un tipo de stock options que generan la renovación automática de los derechos de opción, con el resultado final de que el trabajador une su vida laboral y la marcha de sus intereses a los de la sociedad-empresario. La anterior circunstancia es destacada, igualmente, por la Jurisprudencia:

- a) cuando alude a que mediante tales planes “se trata de primar la propia existencia de una relación laboral fiel”;
- b) al indicar que los trabajadores suscriben las stock options “desde la realidad de que cuando lo hacen están en la plantilla de aquella y que la exclusión del derecho referida a ‘causar baja en la empresa’ tiene un alcance que sólo cabe contemplar desde la perspectiva de la voluntariedad del propio trabajador”;

(155) MONTOYA MELGAR, A., *opus cit.*, *La buena fe en el contrato de trabajo*, p. 55. Sobre la “fidelidad” como equivalente a no hacer competencia, deber de secreto e incluso de realizar horas extraordinarias, ANDERRMAN, S.D., *Labour Law - Management decision and workers’ rights* (3.^a edición), Butterworths, Londres, 1998, pp.43-44.

(156) IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *opus cit.*, *Stock Options. Economía, política retributiva y debate social*, en p. 33.

(157) MONTOYA MELGAR, A., *opus cit.*, *La buena fe en el contrato de trabajo*, p. 38.

- c) al significar que por la introducción de un período de carencia de ejercicio y de bloqueo de varios años “se produce (...) la fidelización del trabajador”;
- d) admitiendo la legalidad de cláusulas como las siguientes: “solamente tendré derecho a las opciones reservadas antes del ..., si antes de esta fecha causare baja en la empresa... no tendré derecho alguno (...) Si causare baja en la empresa deberé ejercitar antes el derecho ya que en caso contrario lo perderé” ⁽¹⁵⁸⁾, en aras de la autonomía de la voluntad y sin plantearse dudas sobre si pudieran suponer una implícita renuncia de derechos, pues a su entender tales cláusulas no suponen atribuir al empresario la facultad de desistir unilateralmente ⁽¹⁵⁹⁾ del negocio de stock options ⁽¹⁶⁰⁾.

Asimismo, junto con la “fidelización” de los trabajadores ya mencionada, se afirma también que el otorgamiento de stock options puede igualmente condicionarse a alcanzar una determinada productividad, rendimiento o *performance* ⁽¹⁶¹⁾, lo que es por demás frecuente, pero no siempre presente, por cuanto las stock options pueden servir de premio a una valoración ya efectuada. En todo caso, el empresario sí pretende, mediante el establecimiento de cualquier plan de stock options, mejorar su cuenta de resultados. De nuevo, la Jurisprudencia se hace eco de semejante propósito al indicar que, mediante los planes de stock options, los empresarios tratan de incrementar el compromiso de los empleados con la empresa “y de mejorar sus propios resultados”.

⁽¹⁵⁸⁾ Cláusulas de los planes objeto de las SSTs de 24 y 25 de octubre de 2001.

⁽¹⁵⁹⁾ Como indica QUIÑONERO CERVANTES, E., *opus cit.*, *Comentario al artículo 1256*, p. 316, “no cabe decir que el artículo 1256 prohíbe con carácter general el llamado desistimiento unilateral”. Además ha de repararse en que “quedar a la voluntad de uno de los contratantes desistir de una relación jurídica creada por el contrato no significa dejar ni el cumplimiento ni la validez del contrato al arbitrio de uno de los contratantes, sino autorizarles para poner fin a una situación jurídica sin perjuicio en contrario” (STS, Sala Primera, de 9 de febrero de 1998).

⁽¹⁶⁰⁾ Pues, indican las SSTs de 24 y 25 de octubre de 2001, “eso es lo que se desprende de la propia literalidad de la cláusula pactada, en la que el propio trabajador reconoce no tener derecho alguno si antes de la fecha de ejercicio ‘causare baja en la empresa’; evidentemente, desde la perspectiva del optante, el requisito subjetivo de permanencia en la empresa ha de vincularse con su voluntad de hacerlo y en modo alguno cabe entender que al asumir la referida cláusula se está admitiendo por el trabajador que no tendrá derecho si la empresa prescinde improcedentemente de sus servicios”.

⁽¹⁶¹⁾ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *opus cit.*, *Stock Options. Economía, política retributiva y debate social*, en p. 58.

La actitud diligente del trabajador, trasunto de su deber de buena fe ⁽¹⁶²⁾ inmanente al contrato de trabajo, supone una “actitud de cooperación” y de “activa colaboración” ⁽¹⁶³⁾, de ahí que cuando se alude a la “fidelización” del trabajador mediando las stock options se tenga presente, fundamentalmente, la búsqueda de su permanencia, siendo así que aquella también procura un ahorro de costes para el empresario, lo que también incide, lógicamente, en la mejora de los resultados. En ese orden de ideas se pronuncia la Jurisprudencia al indicar que mediante las stock options “se produce un doble efecto para la empleadora: por un lado la fidelización del trabajador, vinculándolo para que no trate de encontrar empleo en otra empresa distinta, pero también se puede alcanzar, por otro, el objetivo perfectamente valorable de no tener que contratar nuevos empleados si se marchan los experimentados, con el coste de formación y falta de productividad inicial que normalmente se seguiría a las nuevas contrataciones”.

IV. UN NEGOCIO SOMETIDO A TÉRMINO O A PLAZO

La Jurisprudencia destaca que las stock options tienen una “naturaleza jurídica compleja que no cabe calificar de obligación condicional”, manifestación de indudable transcendencia, por más que sea ajustada a los casos objeto de los indicados recursos de casación. Debe señalarse que el citado carácter condicional del contrato de opción ha sido, sin embargo, afirmado por una cierta jurisprudencia menor, con cierta confusión ⁽¹⁶⁴⁾.

La condición que, en su caso, sería positiva, potestativa y suspensiva durante su pendencia, cuyo núcleo lo constituirían “titularidades eventua-

⁽¹⁶²⁾ SAGARDOY BENGOCHEA, J.A., DEL VALLE VILLAR, J.M., GIL Y GIL, J.L., *Prontuario de Derecho del Trabajo*, Civitas, Madrid, 1996 (tercera edición), pp. 262-264.

⁽¹⁶³⁾ MONTOYA MELGAR, A., *opus cit.*, *La buena fe en el contrato de trabajo*, p. 65, que además, en pp. 63-64, alude a los deberes concretos de colaboración que a cargo de los trabajadores se contenían en las LCT de 1931 y 1944, añadiendo: “el ET no acoge (salvo excepciones: art. 37.3) los deberes específicos de colaboración de los que se ocupaban los referidos preceptos de las LCT, pero ello no quiere decir que esos deberes sean hoy inexigibles; muy al contrario, perviven, éstos y otros que tampoco relacionaban aquellas leyes, al amparo de la cláusula general del artículo 5.a) y, sobre todo, del artículo 20.2 ET, que sitúa como fuentes del deber de colaboración a la ley, el convenio colectivo, las órdenes e instrucciones empresariales y, en defecto de todo ello, los usos y las costumbres”.

⁽¹⁶⁴⁾ Así la Sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Castilla y León, Sala de lo Social, en su sentencia de 12-3-2001 (NORMACEF-Laboral), indica: “En cuanto a las opciones sobre acciones. En el caso que nos ocupa el beneficio queda acreditado según el modificado hecho probado cuya revisión ya se ha justificado. En cuanto al fondo del asunto a diferencia de los incentivos, cuyo devengo exige actividad laboral y cumplimiento de objetivos, los mismos lo único a que están supeditados es al transcurso del tiempo y en este punto esta Sala debe mantener el criterio que ya ha mantenido de manera reiterada pues la aplicación del

les”⁽¹⁶⁵⁾, generaría respecto de los trabajadores “simple(s) expectativa(s)”⁽¹⁶⁶⁾ a las posiciones jurídicas que se habrían (han) de derivar para ellos del negocio, si éste, ya perfecto desde su celebración, llegase (llega) a ser plenamente eficaz”⁽¹⁶⁷⁾.

No obstante, como señala acertadamente la Jurisprudencia, la característica incertidumbre objetiva y el carácter futuro de los eventos condicionantes⁽¹⁶⁸⁾ (que han de concurrir conjuntamente), propios de las obligaciones condicionales, no pueden considerarse existentes por la mera circunstancia de que el trabajador haya de permanecer vinculado al empresario en la fecha de ejercicio de la opción. Tal extremo ha sido igualmente destacado por la Jurisprudencia afir-

artículo 1.119 del Código Civil debe conducir a tener por cumplida la condición, ya que la empresa es la que con su actuación unilateral impide de manera efectiva que llegue el término para poder ejercer el derecho. Si las opciones sobre acciones venían condicionadas a la permanencia en la empresa y dicha permanencia es unilateralmente frustrada por la empresa, evidentemente dicho requisito de permanencia debe darse por cumplido en cuanto al importe de la cantidad correspondiente, ha de estarse a la solicitada por el actor que ha sido acreditada según la revisión y que se corresponde con la situación al momento en que la empresa rompe la relación laboral”; ciertamente “la transcendencia del término de eficacia es (...) muy semejante a la de la condición”, LACRUZ BERDEJO, J.L., SANCHO REBULLIDA, F. de Asís, LUNA SERRANO, A., DELGADO ECHEVERRÍA, J., RIVERO HERNÁNDEZ, F. y RAMS ALBESA, J., *opus cit.*, *Elementos de Derecho Civil*, p. 234.

⁽¹⁶⁵⁾ DÍEZ-PICAZO, L. y GULLÓN, A., *opus cit.*, *Sistema de Derecho Civil*, p. 542.

⁽¹⁶⁶⁾ Sin hacer cuestión de si “la justicia está unida a la utilidad de expectativa que se sigue de las reglas”, CRUZ, L.M., *opus cit.*, *Derecho y expectativa - Una interpretación de la teoría jurídica de Jeremy Bentham*, p. 193.

⁽¹⁶⁷⁾ LACRUZ BERDEJO, J.L., SANCHO REBULLIDA, F. de Asís, LUNA SERRANO, A., DELGADO ECHEVERRÍA, J., RIVERO HERNÁNDEZ, F. y RAMS ALBESA, J., *opus cit.*, *Elementos de Derecho Civil*, p. 216; “Del contrato bajo condición suspensiva nace una relación crediticia irrevocable; pero no un crédito”, indica ÁLVAREZ VIGARAY, R., en su Comentario al artículo 1114 CC, en *Comentario al Código Civil*, T. II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1993, p. 77. En el Voto Particular a las SSTs de 24 y 25 de octubre de 2002 se indica: “nos parece claro que, después de aceptada la opción de compra de acciones y durante el transcurso del período de carencia, el trabajador tiene un derecho en curso de adquisición, y no una expectativa de derecho”; MOLINA NAVARRETE, C., *opus cit.*, *La dimensión jurídico-salarial de los employee stock options plans: La doctrina legal ¿zanja o relanza la polémica?*, p. 22, tras destacar que “la atribución patrimonial consistente en opciones de compra sobre acciones, se configura primeramente como un auténtico derecho subjetivo potestativo de crédito”, precisa que “lo que en camino sí podría considerarse como una expectativa de beneficio o renta es la obtención de una ganancia final, una vez concluido el entero proceso iniciado por el reconocimiento de la opción y materializada o liquidada ésta en el mercado, consistente en la percepción de la plusvalía monetaria, hasta entonces solamente, derivada del incremento de la cotización bursátil de las acciones de la empresa optataria y retribuyente”.

⁽¹⁶⁸⁾ DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, Vol. Segundo (*Las relaciones obligatorias*), Civitas, Madrid, 1996, p. 349

mando que “el elemento subjetivo constituido por la exigencia de que sea un trabajador de la empresa que ha suscrito el plan adhiriéndose al mismo, el que ejercita el derecho estando en la empresa, se configura como un elemento inicial” y que, en consecuencia, “no cabe apreciar la infracción (...) del artículo 1119 ⁽¹⁶⁹⁾ del Código Civil, (...), porque ese precepto es de aplicación exclusivamente a las obligaciones condicionales” ⁽¹⁷⁰⁾.

En este punto debe afirmarse que las stock options son un negocio jurídico sometido a término, caracterizado como “esencial” ⁽¹⁷¹⁾. La Jurisprudencia, abundando en este sentido, afirma que “el término o plazo para (el) ejercicio (de las stock options) se configura así como el presupuesto o elemento esencial, como un requisito propio, típico e inseparable del negocio jurídico mismo de opción, sin el que no cabría conceptuarlo como tal”.

En las stock options se pueden distinguir “dos aspectos o momentos contractuales”, que además funcionan en sucesión cronológica. “El primero de aquellos se refiere a la conclusión del contrato de opción o convenio opcional. El segundo corresponde a la perfección de la compraventa proyectada, consecuente a la ejercitación de la opción en el plazo acordado y cumpliendo las condiciones convenidas, como negocio final, cuya conclusión queda supeditada a la libre decisión del optante, pues, realizada la opción, se perfecciona la venta” ⁽¹⁷²⁾. Efectivamente la consideración de las stock options “como contra-

⁽¹⁶⁹⁾ Cuyo contenido es el siguiente: “Se tendrá por cumplida la condición cuando el obligado impidiese voluntariamente su cumplimiento”.

⁽¹⁷⁰⁾ Indica ÁLVAREZ VIGARAY, R., en su Comentario al artículo 1119 CC, en *Comentario al Código Civil*, T. II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1993, p. 85 que “el artículo contempla la hipótesis del deudor bajo condición suspensiva que impide el cumplimiento o realización del evento que pondría en vigor la obligación a su cargo; es un complemento del art. 1115”.

⁽¹⁷¹⁾ “El término esencial indica que el negocio jurídico ha de cumplirse necesariamente a su llegada, ha de consumarse, porque la prestación efectuada fuera de ese término no satisface el interés que aquel negocio estaba llamado a producir”, DÍEZ-PICAZO, L. y GULLÓN, A., *opus cit.*, *Sistema de Derecho Civil*, p. 547.

⁽¹⁷²⁾ Con carácter general se afirma en la STS, Sala 1.ª, de 30-1-1998, la existencia de “dos momentos contractuales: a) el primero referente al previo convenio opcional, que debe reunir los requisitos del artículo 1261 del Código Civil y autoriza el pacto de opción del derecho a su ejercicio que se inserta en aquél y b) Un segundo momento correspondiente a la perfección de la compraventa proyectada, consecuente a la ejercitación de la opción en el plazo acordado y cumpliendo las condiciones convenidas, como negocio final, cuya conclusión queda supeditada a la libre decisión del optante, pues, realizada la opción, se perfecciona la venta”.

tos a plazo, supone el reconocimiento expreso de una connotación cronológica inherente al contrato” (173).

La esencialidad del factor tiempo en las stock options no se predica porque su función sea la propia de los derivados financieros, esto es la gestión de un riesgo, pues mediante las stock options no se gestionan riesgos. Pero tampoco se trata de que sólo por una discrecional voluntad declarada de las partes, la puntualidad o el ritmo en la ejecución del contrato, el término adquiera el carácter esencial para la economía del mismo. El negocio opcional no es que admita términos sino que, de por sí, es un negocio a plazo, esto es, implica “un plazo limitado durante el que se produzcan sus efectos” (174). Por referirse las stock options a un subyacente financiero, el término puede considerarse, además de esencial, absoluto (175).

Finalmente, debe señalarse que, según la Jurisprudencia, el término no es de eficacia, sino de ejecución (176), pues aquella doctrina legal no duda al afirmar que:

- a) “el contrato de opción se perfecciona por el consentimiento y en el momento en el que confluyen las voluntades de las partes que lo suscriben”; y que
- b) “la empresa queda obligada, vinculada desde ese instante a respetar el derecho de optar del empleado y éste tiene el derecho a ejercitar esa opción cuando llegue el momento”.

Aquella calificación efectuada por la Jurisprudencia, del término como esencial y de ejercicio o de ejecución, al propio tiempo, no supone que las resoluciones judiciales en las que tal doctrina se establece, SSTs de 24 y 25 de octubre de 2001, de 4 de febrero y 10 de abril de 2002, no se sujeten “a las leyes de la lógica y de la razón”, muy al contrario, determina que, al menos con

(173) SANZ CABALLERO, J.I., *opus cit.*, *Derivados financieros*, p. 275.

(174) ALBALADEJO, M., *Instituciones de Derecho Civil*, T. I, Bosch, Barcelona, 1960, p. 409.

(175) SANZ CABALLERO, J.I., *opus cit.*, *Derivados financieros*, p. 288.

(176) Sobre la distinción entre término de eficacia y de ejecución vid. ALBALADEJO, M., *opus cit.*, *Instituciones de Derecho Civil*, p. 413.

referencia a las stock options, sean compatibles, por morde semejante doctrina legal, ambas calificaciones ⁽¹⁷⁷⁾.

Se trata, por tanto, de un término esencial y de ejercicio o de ejecución del negocio, pues lo único que se quiere con su establecimiento es “la fijación del momento preciso en que la obligación derivada del negocio se debe cumplir” ⁽¹⁷⁸⁾.

V. LA EJECUCIÓN DEL DERECHO DE OPCIÓN CUANDO EL TRABAJADOR HA “CAUSADO BAJA” EN LA EMPRESA

Ejercitada la opción y debidamente comunicada dicha circunstancia al concedente “es cuando se extingue o queda consumada ésta y se perfecciona el contrato de compraventa” ⁽¹⁷⁹⁾.

En los planes de stock options, que por regla general responden a la modalidad europea (el derecho de optar no puede ejercitarse hasta el momento inicial fijado para ello, y siempre que, en principio, el trabajador se encuentre en ese momento en situación de alta en la empresa), el establecimiento de un término se constituye en elemento característico fundamentado, como indica la Jurisprudencia, en la circunstancia de que, de lo contrario, no tendría sentido su establecimiento para el empresario, al no procurarse, o ser de difícil logro, la fidelización del trabajador.

Aquella regla general admite excepciones que, sin alterar en absoluto su carácter de negocio sometido a término, son exigencia del conjunto de valores éticos propios de un sistema democrático de relaciones industriales. Acorde con dicho planteamiento en los ESOPs se suelen contemplar, de manera expresa, determinadas situaciones en las que no se exige que el trabajador se mantenga vinculado a la sociedad-empresario para poder ejercitar sus derechos de opción.

Así pues, indica la Jurisprudencia, cuando la baja del trabajador en la empresa se produce antes de que se pudiera ejercitar la opción y fuese debida a incapacidad, fallecimiento o jubilación, el momento de ejercicio no cambia,

⁽¹⁷⁷⁾ El término de eficacia o esencial se contrapone por ALBALADEJO, *opus, cit., Instituciones de Derecho Civil*, p. 409, al término de ejercicio o ejecución, añadiendo que en el supuesto de término de ejercicio del negocio “en rigor, no se podría hablar de un negocio a término, ya que no es el negocio lo que pende del término, sino su ejecución: por eso algunos autores entienden que este tipo de término no es una modalidad del negocio, sino de su cumplimiento”.

⁽¹⁷⁸⁾ LACRUZ BERDEJO, J.L., SANCHO REBULLIDA F. de Asís, LUNA SERRANO, A., DELGADO ECHEVERRÍA, J., RIVERO HERNÁNDEZ, F. y RAMS ALBESA, J., *opus cit., Elementos de Derecho Civil*, p. 223.

⁽¹⁷⁹⁾ SSTS, Sala Primera, de 22-12-1992, 22-11-1993, 14-2-1995 y 31-7-1996.

pero se permite que bien por los interesados, bien por sus herederos, se lleve a cabo en los términos pactados, “como si la relación laboral continuase viva”. Añadiendo que “de esta forma el titular o titulares del derecho tendrían que esperar al momento en que naciese el derecho para poder ejercitarlo válidamente”, precisando, asimismo:

- a) que “el elemento subjetivo constituido por la exigencia de que sea un trabajador de la empresa que ha suscrito el plan adhiriéndose al mismo el que ejercita el derecho estando en la empresa, se configura como un elemento inicial”;
- b) que el ejercicio consiste en una “declaración unilateral recepticia” que “unida a la que en su día emitió el concedente, integra el consentimiento del contrato definitivo” ⁽¹⁸⁰⁾, llevado a efecto “conforme a la naturaleza del negocio opcional y del contrato definitivo” ⁽¹⁸¹⁾; y
- c) que “la exclusión del derecho referida a ‘causar baja en la empresa’ tiene un alcance que sólo cabe contemplar desde la perspectiva de la voluntariedad del propio trabajador, que sabe que si se marcha de la empresa —salvo jubilación, muerte o incapacidad— perderá su derecho”.

Del tenor de la citada Jurisprudencia, cabe afirmar que en los supuestos excepcionales enumerados en los ESOPs —normalmente jubilación, muerte e incapacidad— el derecho de opción se mantiene, pero sin alterar el plazo o término de vencimiento. No se trata de que en dichos supuestos se produzca un vencimiento anticipado pudiendo ejercitarse el derecho opcional por su “valor intrínseco actual”, sino, únicamente, que se mantiene el derecho y que podrá ejercitarse, una vez llegado el término, por el propio trabajador o por sus herederos ⁽¹⁸²⁾.

El problema que se plantea por el Tribunal Supremo, Sala Cuarta, en sus sentencias de 24 y 25 de octubre de 2001 y de 4 de febrero y 10 de abril de

(180) TORRES LANA, J.A., *opus cit.*, *Contrato y derecho de opción*, p. 257.

(181) TORRES LANA, J.A., *opus cit.*, *Contrato y derecho de opción*, p. 259.

(182) Esa solución o la “recompra de las acciones a su precio de mercado actual, o cotización al final de la sesión bursátil de la fecha en que se extinga en contrato”, parece a IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *opus cit.*, *Stock Options. Economía, política retributiva y debate social*, p. 248, más adecuado que establecer sistemas de asignación de tramos con el abono del “valor intrínseco actual” a la fecha de terminación el contrato o que la “fijación de diferentes valores de retorno de acuerdo con la valoración apriorística que el empresario hace de la fidelidad en la gestión y del cumplimiento teórico o real de objetivos en los distintos períodos de posible reembolso acordados”.

2002, es qué ocurre cuando no se produce ninguna de aquellas circunstancias excepcionales nominadas expresamente en el plan de stock options objeto de atención en aquellas resoluciones, pero el contrato de trabajo y la relación laboral se extinguen en virtud de despido improcedente, antes de que llegue el término de ejercicio del derecho de opción.

A este respecto, y como ya hemos señalado anteriormente, debe recordarse que la Jurisprudencia ha establecido, indubitadamente, tanto el carácter vinculante del “negocio jurídico complejo” que constituyen las stock options, como el hecho de que la pérdida de tal complemento retributivo sólo puede producirse por voluntad del propio trabajador (“la exclusión del derecho referida a ‘causar baja en la empresa’ tiene un alcance que sólo cabe contemplar desde la perspectiva de la voluntariedad del propio trabajador”).

Como consecuencia de los anteriores postulados, aquella Jurisprudencia afirma que el despido improcedente del trabajador, “admitido como tal por la empresa y practicado unos meses antes de que el trabajador pudiese ejercitar ese derecho de opción (...) no puede constituir un hecho indiferente (...) y ha de ser valorado como una conducta unilateral de la obligada por la oferta (*sic*)”, esto es, el plan, “de opción para situarse en condiciones tales que se impide, o al menos se trata de impedir, el ejercicio de tal derecho, o lo que es lo mismo, produciendo un suceso —el despido improcedente— por propia voluntad de la empresa con el que se trata de dejar sin efecto las obligaciones contraídas en el momento de la suscripción del contrato de opción”, y por ello, “ha de equipararse esa situación a aquellas otras previstas en las estipulaciones pactadas en las que por causas ajenas a la voluntad del trabajador, como el fallecimiento, la incapacidad y, en menor medida, la jubilación, se permite al titular o a sus herederos ejercitar el derecho”.

Efectivamente lo que en el “plan”, objeto de atención por la SSTS antes indicadas, es pérdida del derecho a optar por “causar baja”, ha de considerarse que equivale a pérdida del derecho por extinción de la relación laboral. El tratamiento que se otorga en el plan a las situaciones excepcionales, referidas a los supuestos de fallecimiento, incapacidad que extinga la relación laboral y jubilación, todos ellos supuestos en los que la extinción de la relación laboral no se produce por voluntad del trabajador o por ejercicio de un derecho social básico, lleva a la Jurisprudencia a considerarlo aplicable a la situación de despido improcedente, en tanto es equiparable a las situaciones enumeradas en el plan, por suponer la extinción de la relación laboral sin intervención, aun en contra, de la voluntad del trabajador.

Por el contrario y utilizando el siempre peligroso razonamiento *a contrario sensu*, en los supuestos en que la extinción de la relación laboral se deba a un acto voluntario del trabajador, como sucede en los casos de abandono del pues-

to de trabajo y a la resolución por mutuo acuerdo, la pérdida del derecho sea razonable.

A los supuestos referidos en el párrafo anterior ha de sumarse el de despido procedente, pues en tal caso se ha dado una “causa justa” para que el empresario pudiera romper el vínculo jurídico laboral. Esto es, se ha producido un incumplimiento por parte del trabajador suficientemente caracterizado, culpable y grave, de sus obligaciones dimanantes del contrato de trabajo como para que el ordenamiento jurídico ampare la ruptura por el empresario de la relación laboral. La culpabilidad supone voluntariedad, y por la conexión causal antes aludida entre contrato de trabajo y negocio de opción, aplicando el razonamiento extensivo de la implicación, es lógico que el trabajador pierda el derecho.

Diferente es el supuesto del despido improcedente, aun cuando respecto del mismo haya que efectuar alguna consideración complementaria. Ciertamente, no cabe duda que la voluntariedad en la “desvinculación” de la empresa no puede imputarse al trabajador, sino al empresario, en los supuestos en que exista un sentencia judicial que declare la improcedencia o el empresario hubiere confesado o reconocido, con eficacia suficiente, esto es en conciliación administrativa o judicial, aquella improcedencia. Esto supone que cuando el trabajador se aquieta al despido o no interpone en el plazo legalmente señalado (20 días hábiles) la acción correspondiente, produciéndose la caducidad de la misma, el despido no pueda considerarse improcedente, pero en tal caso podemos cuestionarnos qué ocurre si el empresario reconoce, privadamente o ante fedatario público, que la ruptura del vínculo laboral no es imputable al trabajador. De acuerdo con lo antes expuesto, en tal caso no debiera el trabajador perder su derecho de opción, y no es argumento en contra la posibilidad del fraude.

Debe recordarse el hecho de que si el fallecimiento del trabajador, la incapacidad, siempre que no sea temporal sino permanente y más allá del grado de parcial, esto es, total para la profesión habitual, absoluta o gran invalidez, así como la jubilación, extinguen el contrato de trabajo y la relación laboral ⁽¹⁸³⁾, con la consecuencia de la extinción de las obligaciones derivadas del mismo, la

(183) Según el art. 49 del Real Decreto Legislativo 1/1995, de 24 de marzo de 1995, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores (ET), titulado “Extinción del contrato”:

“1. El contrato de trabajo se extinguirá: (...) e) Por muerte, gran invalidez o invalidez permanente total o absoluta del trabajador, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 48.2. f) por jubilación del trabajador.”

prestación del trabajo y el pago del salario, lo mismo acontece con el despido declarado judicialmente como improcedente ⁽¹⁸⁴⁾.

Como hemos venido señalando, el “negocio jurídico complejo” de stock options, por su imbricación en la relación laboral, seguirá, con carácter general, las vicisitudes de la misma. Una vez concluido aquel negocio jurídico, el derecho de opción, en cuanto que retribución, nace del contrato de trabajo, de la relación laboral misma.

No obstante, debetambién señalarse que tal complemento retributivo tiene una relativa independencia dentro del contrato de trabajo, pudiendo seguir sus propias vicisitudes sin identificarse con las que sufra la relación laboral. En consecuencia, dependerá de la propia configuración que se haga del complemento retributivo en el plan que puede resultar que, aun extinguido el contrato de trabajo, en los supuestos excepcionales que se establezcan no se extinga el derecho opcional. La cuestión que se plantea de manera inmediata es ¿qué ocurre si el “plan” no estableciese semejantes excepciones?

La respuesta a la cuestión planteada en el apartado anterior requiere partir de que la relación crediticia existe desde el momento mismo en que se hace público el “plan” por el empresario y el derecho subjetivo desde que se conclu-

(184) Como indica la STS, Sala Cuarta, de 3 de julio de 2001 (NORMACEF-Laboral), “...la relación laboral que surge entre empresario y trabajador tiene por causa un contrato de naturaleza bilateral y consensual, lo que supone que su formalización exige la libre aceptación de ambas partes. A ello debe añadirse que el despido del trabajador se configura como causa de extinción del contrato de trabajo por el art. 49.1 ET, de modo que produce efectos directos e inmediatos en la relación de trabajo, sin perjuicio del posterior enjuiciamiento de su regularidad en caso de impugnación ante la jurisdicción. Ello supone que la decisión empresarial de despedir implica la inmediata extinción del vínculo laboral con la lógica consecuencia del cese de las obligaciones recíprocas derivadas del contrato de trabajo...”. Como indica la STSJ del País Vasco de 11 de diciembre de 2001, (NORMACEF-Laboral), “el despido del trabajador se configura como causa de extinción del contrato de trabajo por el art. 49.1 del ET, de modo que produce efectos directos e inmediatos sobre la relación de trabajo, sin perjuicio del posterior enjuiciamiento de su regularidad en el caso de impugnación ante la jurisdicción. Ello supone que la decisión empresarial de despedir implica la inmediata extinción del vínculo laboral con la lógica consecuencia del cese de las obligaciones recíprocas derivadas del contrato de trabajo”, precisando además lo siguiente: “no cabe duda que si el empresario se retracta de la decisión extintiva y el trabajador acepta el ofrecimiento de reanudar la relación laboral, ésta vuelve a su ser y estado anterior, dada la concurrencia del consentimiento de los contratantes (arts. 1261 y 1262 del CC) (...), pero lo que no puede aceptarse es que la sola voluntad empresarial de dejar sin efecto la decisión extintiva ya comunicada y hecha efectiva, vincule al trabajador y le obligue a reanudar una relación contractual que no existe, pues ello supondría contravenir el principio general de que la validez y el cumplimiento de los contratos no puede dejarse al arbitrio de uno de los contratantes (art. 1265 CC) (...) ni (...) la negativa del trabajador a reincorporarse implica dimisión de éste”.

ye el contrato de opción, por más que la Jurisprudencia, desde una excesiva concepción prestacional del salario indique que las stock options, en cuanto tal salario, no ingresa en el patrimonio del trabajador hasta el momento de su ejecución. Muy al contrario, el derecho ingresa en el patrimonio del trabajador desde el momento en que lleve a cabo la “suscripción”, esto es, desde que aquella relación crediticia haya sido objeto de una necesaria “concreción” mediante la “suscripción” de las stock options.

Cuestión diferente es que, en cuanto derecho cuya ejecución está sujeta a término, haya de sobrevenir el mismo para que pueda efectivamente llevarse a cabo su ejercicio, poniéndolo en conocimiento, dentro del citado término del empresario ⁽¹⁸⁵⁾ y, el hecho de que en ese momento se hubiese extinguido o no el contrato de trabajo debe resultar, en principio, una circunstancia indiferente para la subsistencia del derecho. No obstante, dado que una de las razones que motivan al empresario a establecer tal sistema retributivo es precisamente el de la fidelización del trabajador, dicha circunstancia queda incorporada a la propia causa del “negocio complejo” mediante el que tal complemento retributivo se establece, viniendo a constituirse en un elemento estructural del mismo el que el trabajador se mantenga voluntariamente vinculado a la empresa hasta el momento de la ejecución del derecho. De ahí que si el trabajador deja de ser “fiel”, en el sentido de permanecer vinculado a la empresa, falla uno de sus elementos estructurales, que ha de cumplirse durante su vigencia, y por eso se pierde y no se puede ejercitar el derecho. Llega el término pero no se ha mantenido la “fidelidad” al empresario.

Totalmente diferente es el supuesto en que esa desvinculación del empresario se ha producido por un acto involuntario del trabajador, de entre los anteriormente citados, el fallecimiento, la incapacidad invalidante o por el ejercicio de un derecho social básico, el de jubilación. En ninguno de esos supuestos se ha alterado la fidelidad del trabajador al empresario, ni siquiera en el último de los enumerados, el de la jubilación, porque no puede cuestionarse por el empresario la vigencia de un derecho social básico, cuyo ejercicio, en ningún caso, puede tomarse como ruptura de una actitud “fiel” del trabajador. Por ello, en esos supuestos, el derecho y la posibilidad de su ejecución perviven sometidos exclusivamente a la llegada del término.

La doctrina jurisprudencial emanada de las SSTs de 24 y 25 de octubre de 2001 y de 4 de febrero y 10 de abril de 2002 mediante una aplicación analógica

(185) “No basta para que se entienda ejercitada la opción en tiempo oportuno que se manifieste esa voluntad dentro del plazo pactado, sino que es necesario que esa declaración de voluntad llegue al concedente de la opción dentro del plazo” (STS, Sala Primera, de 4-12-1997).

de las causas no extintivas del derecho opcional considera que el despido ⁽¹⁸⁶⁾ improcedente ⁽¹⁸⁷⁾ tampoco lo extingue.

Sin embargo, los Magistrados discrepantes del criterio mayoritario critican semejante modo de proceder, pues, a su entender, la aplicación del criterio análogo “no parece el adecuado en el caso, en cuanto que contradice la voluntad expresa del pacto o contrato de participación en el plan de stock options, donde se especifica que los supuestos enumerados de extinción del contrato de trabajo son los únicos que permiten la adquisición del derecho de opción de compra de acciones” y “puesto que la voluntad de las partes en el convenio de opción de compra de acciones enjuiciado ha excluido de manera implícita pero inequívoca la conservación del mismo cuando se ha extinguido el contrato de trabajo por despido improcedente, este derecho en curso de adquisición no permanece, extinguiéndose con el propio contrato de trabajo”. Circunstancia anterior que no le impide afirmar que si se hubiera producido un daño en los intereses del trabajador tal puede ser “indemnizable, cuando el trabajador haya cumplido su parte en el convenio de opción de compra de acciones, con sacrificio real o potencial de otras expectativas profesionales, y la extinción del contrato de trabajo tenga por objeto perjudicar el derecho futuro”.

No es el caso de entrar en más consideraciones acerca del despido improcedente ⁽¹⁸⁸⁾, bien que precisando que el hecho de ser “admitido como tal por la

(186) Según el precitado art. 49 ET, también se extingue el contrato de trabajo: “i) Por despido colectivo fundado en causas económicas, técnicas, organizativas o de producción, siempre que aquél haya sido debidamente autorizado conforme a lo dispuesto en esta Ley; j) Por voluntad del trabajador, fundamentada en un incumplimiento contractual del empresario; k) Por despido del trabajador; l) Por causas objetivas legalmente procedentes.”

Bien entendido que, como indica la STS, Sala de lo Social, de 23-10-1993 (NORMA-CEF-Laboral): “la noción del despido no se identifica con la de despido disciplinario —mera especie de un género común—, sino que comprende toda extinción del contrato de trabajo por voluntad del empleador”.

(187) El despido constituye una resolución unilateral del contrato de trabajo por el empresario, con efectos extintivos sobre el mismo y la relación laboral incluso aun cuando sea declarado procedente, como indican, entre otras muchas, las SSTS, Sala de lo Social, de 12-7-1996 (NORMACEF-Laboral) y de 3 de julio de 2001 (NORMACEF-Laboral); en términos de la primera de las sentencias citadas, la acción ejercitada por la trabajadora implica “una reacción frente al acto extintivo empresarial que tiene como presupuesto lógico la terminación efectiva de la relación de trabajo”.

(188) La Jurisprudencia y la doctrina laboralista es muy amplia en este punto; baste, respecto de la Jurisprudencia, dejar sentada aquella afirmación por lo demás evidente, y en relación con la doctrina, limitándonos al despido improcedente, con cita de MONTOYA MELGAR, A., “El despido improcedente y sus efectos” en *Estudios sobre el despido disciplinario*, ACARL, Madrid, 1992, pp. 501-534; RODRÍGUEZ PASTOR, G.E., “Efectos de la declaración

empresa”, en trámite de conciliación administrativa ⁽¹⁸⁹⁾, o establecido en sentencia, carece de incidencia sobre la teoría general de tal despido en lo que interesa. Baste señalar que, en nuestro Derecho, el despido es causal, salvo los supuestos singulares del despido, denominado “desistimiento de empresario”, que admiten algunos regímenes laborales especiales. Dependiendo de la existencia de “causa justa”, concurriendo gravedad suficiente y culpabilidad del trabajador para el despido, “será calificado como procedente, improcedente o nulo ⁽¹⁹⁰⁾” (art. 55.3 y 4 ET).

A consecuencia de la explicación antes indicada, el trabajador, en los supuestos de resolución del contrato por causas imputables al empresario (despido colectivo, despido por causas objetivas, de “fuerza mayor que imposibilite definitivamente la prestación de trabajo” y de prejubilación ⁽¹⁹¹⁾) deberá, igualmente, en nuestra opinión, poder ejercitar sus stock options.

El mantenimiento del derecho a ejercitar las stock options se justifica recurriendo a la teoría general de obligaciones y contratos. Efectivamente una

de improcedencia del despido disciplinario”, AL, 1993, III, pp. 615-640; RODRÍGUEZ SANUDO, F., “Reflexiones en torno al régimen jurídico del despido improcedente” en *Cuestiones actuales sobre el despido disciplinario. Estudios ofrecidos al Profesor Alonso Olea con motivo de su investidura como doctor honoris causa por la Universidad de Santiago de Compostela* (Gárate Castro coord.), Universidad, Santiago de Compostela, 1997, pp. 205-212; NICOLÁS BERNARD, J.A., “Los efectos económicos del despido improcedente: aspectos controvertidos de las condenas de carácter pecuniario”, AL núm. 7, 1998, pp. 99-112; FERNÁNDEZ LÓPEZ, M.F., “Formalidades y procedimientos de extinción del contrato de trabajo”, RDS núm. 4, 1998, pp. 67-94.

⁽¹⁸⁹⁾ En la doctrina laboralista pueden destacarse, entre otros muchos, en *Cuestiones actuales sobre el despido disciplinario estudios ofrecidos al Profesor Alonso Olea con motivo de su investidura como doctor honoris causa por la Universidad de Santiago de Compostela* (Gárate Castro coord.), Universidad, Santiago de Compostela 1997, los siguientes trabajos: CRUZ VILLALÓN, J., “El reconocimiento de la improcedencia del despido en la conciliación preprocesal”, pp. 343-366; GARATE CASTRO, J., “Notas sobre la reducción del período de devengo de salarios de tramitación por aplicación del art. 56, núm. 2, del texto refundido del Estatuto de los Trabajadores”, pp. 367-388; LÓPEZ CUMBRE, L., “Vinculatoriedad y efectos del reconocimiento empresarial del despido en el acto de conciliación prejudicial”, pp. 213-225; RON LATAS, P., “Cinco problemas al reconocimiento empresarial de la improcedencia del despido en conciliación extrajudicial”, pp. 389-397. También BURGOS HERRERA, “De nuevo sobre al forma y requisitos de oferta e improcedencia del despido en la conciliación previa. Comentario a la STSJ de Cataluña de 2 de abril de 1998”, AS, 1998 II, pp. 2635-2640; ROMERO PRADA, M.I., *La posible limitación de los salarios de tramitación, del art. 56 ET. Incidencias procesales*, Tirant lo blanch, Valencia, 1998; CAIROS BARRETO, D.M., “La limitación de los salarios de tramitación”, AL, 1996 III, pp. 801 ss.

⁽¹⁹⁰⁾ RIERA VAYREDA, C., *El despido nulo*, Tirant lo blanch, Valencia, 1999.

⁽¹⁹¹⁾ En los supuestos que indica la STS, Sala Cuarta, de 25-6-2000 (NORMACEF-Laboral). Destacan la voluntariedad de la prejubilación las SSTS, Sala Cuarta, de 17-12-1997 (NORMACEF-Laboral) y 2-2-2000 (NORMACEF-Laboral).

cosa es que el ordenamiento jurídico configure el “despido” como la posibilidad de exceptuar la vigencia del contrato (de trabajo) mediante un acto unilateral de una de las partes (el empresario), y otra muy distinta es que esa extraordinaria y extravagante facultad que el ordenamiento jurídico otorga a una de las partes (el empresario) de poder romper arbitrariamente, sin necesidad de más razón que su libérrima voluntad (despido improcedente), el contrato de trabajo, trascienda a un derecho subjetivo perfecto del trabajador, incluido en su patrimonio, lesionando intereses dignos de tutela, a excluir la posibilidad de ejercicio del derecho opcional.

De tal pareceres la Jurisprudencia, según la cual el despido improcedente debe ser valorado como una conducta unilateral de la obligada por la opción (el empresario) en virtud de la cual puede impedirse el ejercicio del propio derecho por su beneficiario (el trabajador), “o lo que es lo mismo, produciendo un suceso —el despido improcedente— por propia voluntad de la empresa con el que se trata de dejar sin efecto las obligaciones contraídas en el momento de la suscripción del contrato de opción”. Concluyendo que la razón de tal prohibición ha de hallarse en el hecho de que la empresa no puede unilateralmente neutralizar, dejar sin efecto el contrato de opción válidamente suscrito sin una causa contractualmente lícita, y, menos aún con causa reconocidamente no ajustada a Derecho, pues de esa forma infringiría, de manera evidente, el artículo 1256 del Código Civil ⁽¹⁹²⁾. Esto es: “Se trata (...) de una actuación de la empresa —el despido— reconocidamente injusta o improcedente, con la que ciertamente se pretende introducir una causa, un factor de incumplimiento del contrato de opción, contraviniendo así el artículo 1256 del Código Civil, con arreglo al que no puede dejarse al arbitrio de uno de los contratantes el cumplimiento de los contratos”.

(192) La dicción literal del artículo 1.256 CC es la siguiente: “La validez y el cumplimiento de los contratos no pueden dejarse al arbitrio de uno de los contratantes”.

Según DÍEZ-PICAZO, L., “Comentario al artículo 1256”, en *Comentario del Código Civil*, T. II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1993, p. 432: “El art. 1256 no es consecuencia necesaria de la fuerza obligatoria de los contratos. Tampoco la regla de la igualdad de los contratantes parece llevar a las consecuencias en que se nos quiere colocar”; advierte Quiñoneiro Cervantes, E., “Comentario al artículo 1256”, en *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales* (Albaladejo, M. y Díaz Alabart, S., directores), Edersa, Madrid, 1993, p. 298: “en buena técnica, el artículo 1256 debiera referirse al cumplimiento de las obligaciones que nacen de los contratos, y no a los contratos”.

VI. NATURALEZA SALARIAL DE LAS STOCK OPTIONS DIRIGIDAS A FAVOR DE LOS TRABAJADORES Y SU TRANSCENDENCIA A LOS EFECTOS DEL CÁLCULO DE LA INDEMNIZACIÓN POR DESPIDO IMPROCEDENTE

Como comentario inicial debemos señalar que, tratándose de la característica naturaleza retributiva ⁽¹⁹³⁾ de las stock options, y si aquella es salarial ⁽¹⁹⁴⁾, la doctrina jurisprudencial contenida en las SSTs de 24 y 25 de octubre de 2001 y 4 de febrero y 10 de abril de 2002, afirma:

- a) que las cantidades que hubiese podido obtener el trabajador como consecuencia del ejercicio en tiempo de las opciones sobre acciones suscritas tendrían naturaleza salarial; y que
- b) serán valorables, en su caso, a efectos de cuantificar la indemnización por despido prevista en el artículo 56.1.a) del Estatuto de los Trabajadores ⁽¹⁹⁵⁾.

⁽¹⁹³⁾ Vid. CRUZ VILLALÓN J., “El régimen jurídico del salario como instrumento de política económica”, en *Reforma de la legislación laboral, Jornadas organizadas por la Junta de Andalucía y el Ilmo. de Abogados de Málaga*, Universidad-Junta de Andalucía, Sevilla, 1997, pp. 87-128; Indica ALONSO OLEA, M., *opus cit.*, *Introducción al Derecho del Trabajo*, p. 56: “si el trabajo es, conjuntamente, productivo y por cuenta ajena, la atribución de los frutos a persona distinta del trabajador forzosamente ha de estar acompañada por la entrega por la primera al segundo de medios de subsistencia sustitutivos de los frutos del trabajo”.

⁽¹⁹⁴⁾ Indica MONEREO PÉREZ, L., “Estructura del Salario”, en *Comentarios a las Leyes laborales. La reforma del Estatuto de los Trabajadores*, T. I, vol. 1.º (*El nuevo régimen del salario*), Edersa, Madrid, 1994, p. 146, que “esta modalidad participativa (con referencia al accionariado obrero) se articula típicamente por vías distintas a los conceptos de naturaleza salarial. No podría considerarse, en ningún caso, que se trate de “remuneraciones indirectas” propiamente dichas”; vid. GARCÍA-PÉRROTE, I., y MARTÍN FLÓREZ, L., “La naturaleza no salarial de las opciones sobre acciones (stock options)” IL, julio 2000, pp. 6-10, y, de los mismos autores, “La naturaleza no salarial de las opciones sobre acciones (stock options)” (Nota a la STSJ núm. 30 de Madrid, de 5 de junio de 2000), RL núms 15-16, 2000, pp. 65-70; también en contra del carácter salarial de las stock options se pronuncian MARTÍN VALVERDE, A., RODRÍGUEZ-SAÑUDO, F. y GARCÍA MURCIA, J., *Derecho del Trabajo*, Tecnos, Madrid, 2001, 589; Afirma su carácter salarial MOLINA NAVARRETE, C., *opus cit.*, *La dimensión jurídico-salarial de los employee stock options plans: La doctrina legal ¿zanja o relanza la polémica?*, pp. 53, 61 y ss.

⁽¹⁹⁵⁾ Por el contrario en el Voto Particular de las SSTs de 24 y 25 de octubre de 2001 se afirma “que no siendo un beneficio salarial, los beneficios derivados del ejercicio de la opción de compra de acciones (...) no deben computar para las indemnizaciones que tienen como base el salario, entre ellas, la indemnización por despido improcedente”.

No obstante, en las mismas resoluciones jurisprudenciales se precisa que sólo se computarán en la base de cálculo de las indemnizaciones por despido aquellas cantidades que hubiesen ingresado en el patrimonio del trabajador por haber ejercitado éste las opciones en momento anterior al despido, sin que la siguiente precisión: “salvo que se acreditara que la empresa hubiese actuado en fraude de ley practicando el despido con la finalidad de impedir que el trabajador ejercitase la referida opción”, influya en aquella interpretación, por más que aisladamente considerada, bien podría hacer competencia a las predicciones de los oráculos de Apolo en Delfos ⁽¹⁹⁶⁾.

Cualquier discurso sobre el carácter salarial de las stock options ha de partir, a nuestro entender, de la configuración, delimitación y definición de salario que se contiene en los apartados 1, 2 y 3 del artículo 26 ET ⁽¹⁹⁷⁾, en el bien entendido que aquel “concepto jurídico de salario ni puede petrificarse en un texto (evolutividad) ni utilizarse por igual para todos los posibles efectos

⁽¹⁹⁶⁾ El más famoso de todos los antiguos, aunque también pueden citarse el de Apolo en Dídima, los de Zeus en Olimpia y Dodona, el de Antifarao cerca de Tebas y el de Trofonio, cerca de Labadea de Beocia.

⁽¹⁹⁷⁾ El contenido de los apartados 1 y 2 del artículo 26, titulado “del salario”, es el siguiente:

“1. Se considerará salario la totalidad de las percepciones económicas de los trabajadores, en dinero o en especie, por la prestación profesional de los servicios laborales por cuenta ajena, ya retribuyan el trabajo efectivo, cualquiera que sea la forma de remuneración, o los períodos de descanso computables como de trabajo. En ningún caso el salario en especie podrá superar el 30 por 100 de las percepciones salariales del trabajador.

2. No tendrán la consideración de salario las cantidades percibidas por el trabajador en concepto de indemnizaciones o suplidos por los gastos realizados como consecuencia de su actividad laboral, las prestaciones e indemnizaciones de la Seguridad Social y las indemnizaciones correspondientes a traslados, suspensiones o despidos.

3. Mediante la negociación colectiva o, en su defecto, el contrato individual, se determinará la estructura del salario, que deberá comprender el salario base, como retribución fijada por unidad de tiempo o de obra y, en su caso, complementos salariales fijados en función de circunstancias relativas a las condiciones personales del trabajador, al trabajo realizado o a la situación y resultados de la empresa, que se calcularán conforme a los criterios que a tal efecto se pacten. Igualmente se pactará el carácter consolidable o no de dichos complementos salariales, no teniendo el carácter de consolidables, salvo acuerdo en contrario, los que estén vinculados al puesto de trabajo o a la situación y resultados de la empresa.”

Sobre el concepto legal de salario, vid. MARTÍNEZ EMPERADOR, R., “La nueva regulación del salario”, en *Comentarios a las Leyes Laborales-La reforma del Estatuto de los Trabajadores*, vol. I (*El nuevo régimen del salario*), Edersa, Madrid, 1994, pp. 15-43; RODRÍGUEZ SAÑUDO, F. “La ordenación de la estructura salarial”, en *Reforma de la legislación laboral: Estudios dedicados al Prof. Manuel Alonso García*, Marcial Pons y ADTSS, Madrid, 1995, pp. 287-302; MONEREO PÉREZ, J.L., “Régimen legal y estructura del salario”, TS, núm. 87, 1998, pp. 20-45; GARCÍA MURCIA, J., “Concepto y estructura del salario (en torno al artículo 26)”, en edición especial con ocasión del núm. 100 de REDT (*El estatuto de los Trabajadores veinte años después*), Civitas, T. I, Madrid, 2000, pp. 609-630.

jurídicos (relatividad)”⁽¹⁹⁸⁾. La Jurisprudencia parte, con discutible fortuna, de una cierta exégesis de aquel precepto legal, afirmando que:

“Vista la definición legal, en positivo y negativo, del concepto, como premisa básica o elemento de partida debe decirse que (...) los planes de opciones sobre acciones han tenido siempre y tienen un marcado carácter retributivo como incentivo laboral.”

La definición legal de salario contenida en el citado art. 26 ET enlaza causalmente la percepción del salario con la efectiva prestación de servicios y puede leerse en línea continuista con la legislación propia de la economía de la “era industrial”⁽¹⁹⁹⁾ que, omnicompreensiva o totalizadora de las percepciones debidas por el empresario al trabajador, genera la presunción *iuris tantum* de que todo lo percibido por éste de aquél es salario, al propio tiempo que exagera la sinalagmaticidad de la obligación retributiva.

Con fundamento en esa fórmula estipulativa y globalizadora, considera aquella Jurisprudencia que “desde un punto de vista excluyente o negativo, para que el beneficio obtenido del ejercicio de la opción sobre acciones no tuviese naturaleza salarial, tendría que incluirse en alguno de los supuestos previstos en

Acerca de las fuentes reguladoras del salario vid. en *Estudios sobre el salario*, ACARL, Madrid, 1993, RAMÍREZ MARTÍNEZ, J.M., “Las fuentes reguladoras del salario”, pp. 21-52 y PRADAS MONTILLAS, R., “Reflexiones generales sobre la ordenación jurídica del salario en el ordenamiento laboral español”, pp. 57-69.

(198) MOLINA NAVARRETE, C., *opus cit.*, *La dimensión jurídico-salarial de los employee stock options plans: La doctrina legal ¿zanja o relanza la polémica*, p. 40.

(199) Así ocurría en el artículo 27 de la Ley del Contrato de Trabajo de 1931 y en el artículo 37 de la Ley del Contrato de Trabajo de 1944, bien que en el transcurso de la primera a la segunda se mejorara técnicamente el concepto, que pasa de abarcar “la totalidad de los beneficios” obtenidos por el trabajador, en la primera, incluyendo “cotizaciones del patrono para los seguros sociales”, etc., a incluir únicamente los que son propiamente remuneratorios, en la segunda, dejando fuera del concepto cotizaciones sociales, etc. Sobre la historia del salario vid. DURENDEZ SÁEZ, I., *La regulación del salario en España*, CES, Madrid, 1997.

El Voto Particular de las SSTS de 24 y 25 de octubre de 2001 lleva a cabo una interpretación del artículo 26 ET más ajustada a la economía industrial que financiera. Efectivamente en el mismo se indica que “la definición legal del salario en términos de contraprestación del trabajo se confirma en los distintos pasajes del art. 26 del ET y de otros preceptos de la propia Ley. Uno de ellos es el que remacha la idea de que no importa ‘la forma de remuneración’ para la calificación salarial, pero sí la retribución de ‘trabajo efectivo’ o de ‘períodos de descanso computables como trabajo’”.

el número 2 del artículo 26”⁽²⁰⁰⁾ y “en ninguno de tales conceptos tiene cabida”⁽²⁰¹⁾. No es el caso de efectuar un análisis del contenido de dicho apartado del artículo 26 ET, pero sí destacar que las stock options no se confunden con los *fringe benefits* (beneficios marginales), cuya indeterminación conceptual no impide que pueda afirmarse su falta de reciprocidad con la prestación del trabajo⁽²⁰²⁾.

Por contra indica la misma Jurisprudencia que “las condiciones retributivas contenidas en los planes de opción sobre acciones, una vez ejercitadas y obtenido el beneficio por el trabajador, tienen cabida en el número 3 del repetido artículo 26 ET”, añadiendo que “son las circunstancias personales de los trabajadores de la empresa, su vinculación con ella en el tiempo y la perspectiva de mejora de los resultados empresariales (...) las que determinan (...) que se establezcan esos devengos”.

De conformidad con lo anteriormente dicho se trataría, en la terminología de aquel precepto legal, de un “complemento salarial”, y según la Jurisprudencia de “un concepto retributivo nuevo, no previsto por el legislador laboral, cuya naturaleza es compleja, pues confluyen en él un conjunto de factores, no todos ellos de fácil lineamiento con el concepto tradicional de salario, pero en el que, no obstante, se aprecian las notas o características más importantes del mismo”⁽²⁰³⁾. Dificultad de identificación con el concepto tradicional de salario, derivada de que precisamente las stock options constituyen manifestación de

(200) Para FABIAN MÁRQUEZ, L., “Los salarios en la negociación colectiva y en la contratación individual”, en *Salarios y estructura salarial*, FQT, Madrid, 2000, p. 29, resulta que de una interpretación *a contrario* lo que no está expresamente excluido resulta incluido en el concepto legal de salario. En contra, en el Voto Particular de las SSTs de 24 y 25 de octubre de 2001, se indica que “la lista (...) de exclusiones expresas de la calificación salarial no es por cierto exhaustiva, sin que resulte difícil localizar en la Ley o en la práctica de las empresas, otros conceptos remuneratorios que carecen de carácter salarial”, indicando una serie de conceptos.

(201) Vid. MATORRAS DÍAZ-CANEJA, A., *Las percepciones extrasalariales (Estudio del régimen laboral, fiscal y de seguridad social aplicada)*, McGraw-Hill, Madrid, 1999.

(202) Los definen PADILLA MARTÍNEZ, F., y DOMMARCO LINDENTHAL-BREIER, A., “Política retributiva y de compensación. 1.ª parte”, RTSS (CEF) núm. 187, octubre 1998, p. 190, como aquellas “prestaciones heterogéneas cuyo común denominador es proporcionar al personal de una empresa o a un amplio sector del mismo ventajas económicas o servicios diversos, que no se encuentran conectados causalmente con el trabajo prestado”. También indican que no son salario en especie ni liberalidades del empresario, son “contraprestaciones o utilidades, dinerarias o en especie, por la prestación de servicios por cuenta ajena de carácter indirecto, y al margen de la retribución estricta del trabajo realizado”.

(203) Vid. MERCADER EGUINA, J.R., *Modernas tendencias en la ordenación salarial: la incidencia sobre el salario de la Reforma Laboral*, Aranzadi, Pamplona, 1996.

las nuevas tendencias de la regulación salarial, a saber flexibilidad, eficiencia y participación retributiva ⁽²⁰⁴⁾.

En sentido opuesto, los Magistrados firmantes discrepantes de la mayoría en las SSTS de 24 y 25 de octubre de 2001 consideran que “ni es salario base pues no se trata de retribución fijada por unidad de tiempo o de obra, ni complementos salariales en ninguna de las tres variedades expresamente reconocidas en la Ley” ⁽²⁰⁵⁾.

La Jurisprudencia, en interpretación encomiable del precepto legal, ajustándose a la época que nos ha tocado vivir, propia de la economía financiera, modera el alcance de la sinalagmaticidad del contrato de trabajo, bien que no reconduciéndola a la mera bilateralidad, así como el de la exigente conmutatividad o reciprocidad estricta estableciendo que:

“la vinculación entre actividad laboral del empleado, su esfuerzo y dedicación y la obtención de un beneficio económico valorable derivado del ejercicio de la opción, se muestra así evidente y configura el concepto legal de salario al ser una percepción económica que se recibe precisamente a causa o como consecuencia de la actividad laboral desarrollada”.

Ciertamente, el deber del empresario de pago del salario es asumido por el beneficio que espera obtener el trabajador asalariado y, a su vez, el deber del “esfuerzo y dedicación” aplicado por el trabajador a su prestación tiene sentido por constituir un medio de vida “cualificado, en cuanto que ha de cubrir las necesidades de una vida libre, es decir de una vida personal y familiar, moral y digna” ⁽²⁰⁶⁾, pero “la realidad contemporánea del contrato de trabajo no puede ser restringida en los rígidos esquemas del contrato de cambio, sino que requiere de una sistematización autónoma propia” ⁽²⁰⁷⁾, que se muestra evidente cuan-

⁽²⁰⁴⁾ MOLINA NAVARRETE, C., *opus cit.*, *La dimensión jurídico-salarial de los employee stock options plans: La doctrina legal ¿zanja o relanza la polémica?*, p. 36.

⁽²⁰⁵⁾ Precisando que “el título o hecho causante de dichos beneficios es (...) el estímulo a la permanencia en la empresa” pero no “las circunstancias relativas a las condiciones personales del trabajador”, ni las condiciones relativas “al trabajo realizado” (entre ellas, las derivadas de factores “vinculados al puesto de trabajo”), ni tampoco, las que tienen su origen en la “situación y los resultados de la empresa”.

⁽²⁰⁶⁾ BORRAJO DACRUZ, E., “Configuración jurídica del salario”, RPS núm. 50, 1961, pp. 9-10.

⁽²⁰⁷⁾ FERNÁNDEZ AVILÉS, J.A., *opus cit.*, *Configuración jurídica del salario*, p. 155.

do las percepciones retributivas de los trabajadores “no se encuentran conectadas a un efectivo desarrollo de la prestación laboral” ⁽²⁰⁸⁾.

En un desarrollo innovador y realmente espectacular, la Jurisprudencia, con ocasión de justificar la naturaleza salarial de las stock options ⁽²⁰⁹⁾, va más allá y a la postre, sin abandonar la configuración sinalagmática y conmutativa del salario, ni proponer el abandono de la concepción causal, se afana y consigue ajustarla a la “era de las finanzas”. Las posibles objeciones de incertidumbre y aleatoriedad de los beneficios derivados del ejercicio de las stock options, a más de la irrenunciabilidad de derechos laborales, han merecido las siguientes apreciaciones de la repetidamente citada Jurisprudencia:

- a) afirmada la incertidumbre “que puede ocurrir en torno a la existencia o no de un balance positivo o saldo diferencial final favorable al trabajador”, dicha circunstancia, sin embargo, “no llega a desvirtuar la naturaleza salarial de lo que se percibe”, y ello “sillega a cobrarse”, pues “en los sistemas retributivos complejos como éste, o como puede ser en ciertos aspectos el denominado bonus, puede ocurrir que el devengo no tenga relación totalmente directa con la actividad del trabajador, como sucedería en la remuneración complementaria pactada por objetivos encomendados a un equipo, o cuando el reparto de beneficios, caso de haberlos, fuese lineal, por categorías o niveles”;
- b) siendo así que “el valor de las acciones puede cambiaren cada sesión de bolsa y con él la cantidad que pueda obtener el trabajador por ese concepto”, tal variabilidad o aleatoriedad “indudable de la cuantificación del beneficio salarial, que puede alcanzar incluso a su propia existencia, a lo largo del período en que el trabajador puede exigirsu cumplimiento”, “no priva al beneficio del carácter salarial”, pues “lo decisivo, lo determinante, el núcleo básico y esencial para tal calificación no viene dado por la posibilidad de cuantificar con precisión anticipada el salario, sino por la constatación de que la percepción a la que se tiene derecho trae causa, deriva de la relación de trabajo, de la prestación profesional de servicios laborales por cuenta ajena, tal y como exige el artículo 26.1 ET”;

⁽²⁰⁸⁾ FERNÁNDEZ AVILÉS, J.A., *opus cit.*, *Configuración jurídica del salario*, p. 155.

⁽²⁰⁹⁾ TAPIA HERMIDA, A., “¿Son salario las opciones sobre acciones (Stock Options)?”, RTSS (CEF) núms. 209-210, agosto-septiembre 2000, pp. 191-195; también “ESOPs (Employee Stock Options Plan), Naturaleza salarial de las opciones laborales sobre acciones”, RTSS (CEF) núm. 226, enero 2002, pp. 202-216.

- c) en íntima relación con aquellas objeciones discurre sobre la de la posibilidad de que el trabajador decida no ejercitar las stock options, y si acaso tal circunstancia podría suponer una renuncia de derechos, más o menos inducida, pero en todo caso, prohibida por el ordenamiento jurídico laboral. Con ponderación, considera que aquella falta de ejercicio “no significa que exista un acto de disponibilidad de derechos equivalente a una renuncia que prohibiría el artículo 3.5 del Estatuto de los Trabajadores”. La razón la encuentra en una vieja y conocida tesis según la cual aquella norma prohíbe que el trabajador pacte con la empresa la renuncia de sus condiciones de trabajo, dentro de las que sean de derecho necesario, pero no impide que, en uso de su libertad, decida ejercitar o no su derecho, una vez producidas las condiciones para su ejercicio, sin interferencia alguna de empresario. Especialmente “cuando el ejercicio del derecho mismo exige que el trabajador lleve a cabo una serie de actos de valoración”, pues en tales casos “su inactividad en modo alguno supone un acto de disposición prohibido por la ley, sino un acto de mera libertad del trabajador”.

La sinagmática, relación de causalidad o dependencia mutua, genética y funcional, del salario, queda definitivamente asentada “no ya en un plano contraprestacional estricto, sino en una dimensión más global” ⁽²¹⁰⁾. La conmutatividad, o reciprocidad estricta, resulta también profundamente alterada, al admitirse la posibilidad de la “propia existencia” del complemento salarial stock options”.

Por otro lado, siendo el contrato de trabajo un contrato de cambio, puede cuestionarse si la falta de contenido cuantificable de las stock options podría abocar a la “gratuidad” de la prestación del trabajador, y, en consecuencia, resultar proscrita. A este respecto, debe partirse del hecho de que, aun cuando la equivalencia de las prestaciones en el contrato de trabajo pudiese considerarse “prevalentemente subjetiva”, la gratuidad inicial y completa o que no garantice el umbral mínimo en cada momento exigible, según valoraciones ético-norma-

(210) FERNÁNDEZ AVILÉS, J.A., *opus cit.*, *Configuración jurídica del salario*, p. 353; vid. también UCELAY MONTERO, J.A., “Salarios globales y unificados”, en *Dieciséis lecciones sobre salarios y sus clases*, FDUCM, Madrid, 1971, pp. 199-216; RODRÍGUEZ SAÑUDO, F., “Problemas jurídicos del pacto de salario global”, RPS núm. 99, 1973, pp. 5-28, y “Complejidad y racionalización de la estructura del salario”, REDT núm. 17, 1984, pp. 29-49.

tivas, de la prestación del trabajo implicaría un enriquecimiento injusto ⁽²¹¹⁾ del empresario. No obstante, si la “gratuidad” no es completa ni inicial, como sucede con las stock options (que como ya hemos mencionado son, desde un punto de vista legal, un “complemento salarial”), salvo supuestos fraudulentos, la cuestión, y sin polemizar sobre la categoría de los contratos imperfectamente sinalmáticos, se traslada al continuo ajuste de las prestaciones de las partes que se opera en la relación laboral, para cuya finalidad las propias stock options pueden considerarse un instrumento idóneo.

Las stock options ponen de manifiesto la complejidad y polivalencia funcional del salario en cuanto a su tendencial remercantilización, con el predominio de los intereses del mercado financiero frente a otras consideraciones y donde el trabajo se remunera en función de la contribución al resultado empresarial, con el auge de fórmulas que flexibilicen el salario, pasándolo de coste fijo a variable ⁽²¹²⁾.

En los sistemas retributivos más modernos se complica la distinción entre actividad individual y resultado global de la organización productiva. En ellos el montante del salario se calcula en función de una serie de factores, de los cuales el trabajo es solo un componente, siendo ejemplo de ello la participación en los beneficios y en los resultados de las empresas (participación en beneficios, en sentido estricto, y accionariado de los trabajadores) ⁽²¹³⁾. Esas características novedosas implican que en las stock options no se atiende para la atribu-

(211) Afirma ESTEVE GONZÁLEZ, L., “Proyección en el sector el derecho aplicable de las distintas concepciones de enriquecimiento sin causa”, ADC, T. LIII, fascículo II, abril-junio 2000, en p. 535, que “en la actualidad se mantiene que lo ‘injusto’ del enriquecimiento es el resultado mismo independientemente de los medios que hayan dado lugar a la producción de un resultado determinado”, y más adelante, en p. 549, que “es igualmente posible afirmar la existencia de un principio general del Derecho, el del enriquecimiento injusto, que desde sus orígenes puede distinguirse del enriquecimiento sin causa como fuente de las obligaciones”; Vid. DÍEZ-PICAZO, L. *La doctrina del enriquecimiento injustificado*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 1987.

(212) Indica MOLINA NAVARRETE, C., *opus cit.*, *La dimensión jurídico-salarial de los employee stock options plans: La doctrina legal ¿zanja o relanza la polémica?*, p. 37, que “la política de gestión retributiva que subyace a los ESOPs participa de un proceso más global de sujeción del régimen jurídico-laboral a las exigencias del principio de eficiencia económica, en otro tiempo llamado ‘principio del rendimiento’ y hoy expandido bajo la veste de principio *pro domino* y principio de defensa de la productividad ex artículo 38 CE”.

(213) Sistema salarial cuya modernidad es relativa pues, si bien es desconocido en el vigente Estatuto de los Trabajadores, ya se refería a él la LCT de 1944.

Los distintos sistemas mediante los que en los Estados miembros de la Unión Europea se ha fomentado la participación de los trabajadores en los beneficios y los resultados de las empresas aparecen recogidos en los Informes PEPPER (“promoción de la participación de los

ción del derecho o para la determinación de su alcance “ni al tiempo de trabajo efectivo (o de descanso computable como trabajo) del trabajador participante, ni a las unidades de obra resultantes de su personal esfuerzo productivo”, ni influyen “en la modulación del derecho en cuestión las cualidades profesionales del trabajador que suelen influir en la calidad de trabajo” ⁽²¹⁴⁾.

Con el modelo retributivo de stock options, además de los resultados ordinarios de la organización productiva (cash flow), las decisiones financieras (de inversión y financiación) y las operaciones financieras y especulativas de empresario determinan la existencia y la cuantificación de ese complemento salarial.

Los elementos irracionales en los mercados de valores, la volatilidad de los precios de las acciones y sus fluctuaciones excesivas por la existencia de

trabajadores en los beneficios y en los resultados de las empresas”), elaborados por la Comisión a instancias del Consejo, Recomendación del Consejo 92/443/CEE, de 27 de julio de 1992. Concretamente en el Informe de la Comisión-PEPPER II, de 1996 (COM (96) 697 final, de 8-1-1997). Como categorías principales aparecen: A) Participación en beneficios; B) Accionariado de los trabajadores. Respecto de la primera sostiene que: “contrariamente a las primas tradicionales, relacionadas con el rendimiento individual (...), la participación en los beneficios es un régimen colectivo aplicado a todos los trabajadores, o a un amplio grupo de ellos (...) La participación en los beneficios basada en el accionariado consiste en dar a los trabajadores una porción de acciones de la empresa en donde trabajan, en función de los beneficios u otra medida de rendimiento de la compañía”. En relación con la segunda afirma que “el accionariado de los trabajadores introduce una participación de éstos en los resultados de la empresa de una manera indirecta, es decir, sobre la base de la participación en la propiedad, ya sea mediante la percepción de dividendos, o mediante la realización de plusvalías sobre el capital en manos de los trabajadores, o bien una combinación de ambos. Si bien estas fórmulas no guardan una relación directa con los beneficios de la empresa, sí están relacionadas con su rentabilidad y permiten que los participantes se beneficien del crecimiento de sus beneficios. El accionariado de los trabajadores puede ser individual o colectivo; las acciones pueden ser de la empresa en donde trabaja el empleado o de otra”. Más adelante señala: “el término genérico ‘accionariado de los trabajadores’ se utiliza frecuentemente para designar tanto la participación en los beneficios en forma de acciones como el accionariado de los trabajadores”. Los regímenes a los que se refiere el Informe tienen las siguientes características: “son regímenes internos (aplicados dentro de una empresa), colectivos (a disposición de todos los trabajadores, o de una gran parte de ellos), permanentes (aplicados de forma regular) y establecen una relación entre la participación de los trabajadores y el rendimiento de la empresa (de forma directa o indirecta)”. Distingue los siguientes tipos: “PB, participación en beneficios; PBA, participación en los beneficios en forma de acciones; PBO, participación en los beneficios en forma de obligaciones; PBE, participación en los beneficios en efectivo; PDB, participación diferida de beneficios; AT, accionariado de los trabajadores; OCA, opción de compra de acciones; ODCA, opción discrecional de compra de acciones; PAT, planes de accionariado de los trabajadores; CET, compra de la empresa por los trabajadores...” Sobre la situación en España indica que “hasta ahora sólo ha recibido una atención muy limitada y no se ha encontrado entre los temas prioritarios de las negociaciones entre los interlocutores sociales”, desarrollándolo más ampliamente en pp. 18-19.

⁽²¹⁴⁾ Objeciones manifestadas en el Voto particular a las SSTS de 24 y 25 de octubre de 2001.

“burbujasespeculativas”, no excluyen que la cotización bursátil constituya un sistema eficiente de valoración de la empresa, por lo que uno de los límites que, según indica tradicionalmente la doctrina, no se pueden traspasar en la correlación (siempre parcial) del riesgo de empresa a la obligación salarial”⁽²¹⁵⁾, y que consiste en la “no compartición de pérdidas”, resulta claramente superado en la “era de las finanzas”⁽²¹⁶⁾, por más que el otro límite, el referido a la suficiencia salarial, permanezca menos alterado por el predominio de la economía financiera.

No obstante lo señalado anteriormente, ha de recordarse que el Voto Particular de las SSTs de 24 y 25 de octubre de 2001 incluye, en sentido contrario, las siguientes apreciaciones que deben, no obstante, en nuestra opinión, considerarse como sólo acordes con la “era de la economía industrial” pero no con la de la “economía financiera”:

- a) “un factor como la cotización en bolsa en el futuro de un grupo de sociedades mantiene una relación excesivamente remota y mediatizada con el trabajo desarrollado en las distintas unidades de producción de las empresas del grupo como para poder considerar que puedan constituir, si no va acompañado de referencias más concretas, una modalidad de retribución o contraprestación del trabajo”;
- b) “sólo podría hablarse de la situación o de los resultados de una empresa como criterio de retribución del trabajo prestado cuando (...) los factores o elementos acogidos para su apreciación están referidos también en mayor o menor medida, además de a la cotización bursátil, al rendimiento de una empresa o unidad de producción concreta (productividad, cifra de ventas, calidad del servicio), o, al sumo, a la rentabilidad (beneficios) de la sociedad titular de la misma”.

Como consecuencia de las anteriores apreciaciones, el citado Voto Particular niega la condición de salario de las stock options, porque: (i) no “puede decirse que, en fin, la situación o los resultados de la empresa determinen en el caso el contenido de los beneficios derivados de la opción de compra de accio-

(215) FERNÁNDEZ AVILÉS, J.A., *opus cit.*, *Configuración jurídica del salario*, p. 461.

(216) Indica MOLINA NAVARRETE, C., *opus cit.*, *La dimensión jurídico-salarial de los employee stock options plans: La doctrina legal ¿Zanja o relanza la polémica?*, p. 36 que “la flexibilidad salarial supone tanto un proceso de diversificación (diferenciación) salarial como la búsqueda de mecanismos que aseguren la traslación directa o indirecta, a los trabajadores de riesgos que originariamente se entendían residenciados sólo, al menos formalmente, en la esfera del titular de la organización empresarial”.

nes”; y porque (ii) “la percepción del beneficio o ventaja económica de compra de acciones depende en exclusiva de la cotización futura en bolsa de los valores del grupo (... con la consecuencia de que...) la conexión con el trabajo prestado por el trabajador participante se difumina y desvirtúa hasta hacerse irreconocible (... al entrar) en juego entonces los resultados de muchas empresas (todas las del grupo) y no de una sola, y también otros muchos factores imprevisibles y aleatorios de carácter económico, político y social. El peso de todos estos factores extraños al trabajo y a los resultados de una empresa concreta es tanto mayor cuanto que estos últimos y el indicador de cotización bursátil determinante del beneficio se establece a una distancia temporal mínima de (...) años”.

Aquellas objeciones tienen como punto de referencia fundamental el hecho de que entre la contribución al valor de la empresa, mediante la prestación del trabajo para esa determinada empresa, y la dependencia del valor de las stock options (en puridad del subyacente, las acciones) del valor generado por el “grupo” ⁽²¹⁷⁾ en el que la empresa se integra, hay un salto insalvable. Tal argumento no tiene en consideración que los empresarios, hoy en día, son “polisocietarios” (en expresión celebrada), con la consecuencia de que el salario ya no depende únicamente de las utilidades generadas por el trabajador, nisiquiera por el factor trabajo, sino de aquella combinación de factores productivos y financieros, referibles al grupo.

Las stock options se integran en las “partidas salariales que incorporan criterios de cuantificación del salario extraños a la valoración de la singular prestación laboral, parámetros “extraindividuales” que cobran relevancia en la determinación de equilibrio entre las contraprestaciones (es decir, que tienden a llevar una parte de la compensación de los trabajadores fuera de los confines o parámetros del salario *stricto iure*), lo que incide en la propia cualificación de la obligación” ⁽²¹⁸⁾.

Los elementos característicos y los valores de la “era de las finanzas” están llamados a transformar la idea de salario, procurando y modificaciones trans-

⁽²¹⁷⁾ Noción especialmente controvertida, que en nuestro ordenamiento, tiene como punto de referencia principal, pero marcadamente insuficiente, el art. 42 C. de c., siendo diferente la definición del grupo, en el ámbito contable y mercantil general (art. 42 C. de c.), en el mercado de valores (art. 4 LMV), en el ámbito fiscal (art. 81 de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, según la redacción dada por la Ley 24/2001 de 27 de diciembre) y en el laboral (obra de la jurisprudencia, que se recoge ejemplarmente en la reciente STSJ de Galicia de 2 de febrero de 2001). Acerca de los grupos vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *opus cit.*, *La sociedad cotizada en bolsa en la evolución del derecho de sociedades*, capítulo IX, “Sobre la regulación general de los grupos en el marco del derecho de sociedades”, pp. 293-329.

⁽²¹⁸⁾ FERNÁNDEZ AVILÉS, J.A., *opus cit.*, *Configuración jurídica del salario*, p. 467.

centales redefiniendo los sistemas salariales clásicos, que afectan fundamentalmente a su composición tradicional, mediante, entre otros, la generalización de planes de stock options que, limitados por ahora a constituir “complementos salariales”, nada impide que en el futuro conformen la retribución total, dejando en un segundo plano la formal independencia del salario respecto del riesgo de empresa. Cuestión diferente, y sin duda trascendente, es si se trata de la marcha hacia un nuevo sistema de organización de las relaciones sociales ⁽²¹⁹⁾.

Más problemática resulta la calificación que la Jurisprudencia otorga a las stock options en los supuestos en los que no existe liquidación por diferencias *stricto sensu* (como en el caso de los llamados *Stock Appreciation Rights*, en adelante “SARs”) afirmando que “las cantidades obtenidas de la venta, simultánea o inmediata, de las acciones, ejercitadas las stock options o, en su caso, a las acciones obtenidas, son salario en metálico” ⁽²²⁰⁾. Como justificación de aquella apreciación ofrece la doctrina jurisprudencial el siguiente razonamiento: “en el caso en que en el mismo día de ejercicio de la opción se procede a la venta de las acciones sobre las que recae la opción del trabajador (...), el dinero ingresa directamente en el patrimonio del hasta entonces titular del derecho, por lo que no cabe conceptuarlo como salario ‘en especie’. Cuando lo que ingresa en su patrimonio por esta causa son acciones de la empresa, su posibilidad de venta en bolsa de forma inmediata convierte al devengo también en salario en metálico y no en especie, concepto éste que se vincula más bien con la utilización, consumo u obtención, para fines particulares, de bienes, derechos o servicios proporcionados por la empresa”.

A lo señalado anteriormente por la Jurisprudencia puede objetarse, en nuestra opinión, que si bien en el supuesto de que el trabajador perciba directamente dinero (lo que sucede en el caso de las SARs) no cabe duda de que

⁽²¹⁹⁾ Recuerda GONZALO DIÉGUEZ, *Lecciones de Derecho del Trabajo*, Civitas, Madrid, p. 244, que “para que la participación en beneficios no altere la naturaleza del contrato de trabajo convirtiéndolo en una sociedad, es preciso que sea proporcionada en relación con la asignada al empresario”.

⁽²²⁰⁾ Vid. en *Estudios sobre el Salario*, ACARL, Madrid, 1993, PALOMEQUE LÓPEZ, M.C., “El concepto de salario en especie”, pp. 395-407, y SANPEDRO GUILLAMÓN, “Los supuestos de salario en especie”, pp. 413-430; ROZAS VALDÉS, J.A., *Rendimientos de trabajo en especie*, Civitas, Madrid, 1994. Según IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *opus cit.*, *Stock Options*, p. 106, “puede cuestionarse si dicha retribución constituye una remuneración en especie, consistente en las propias opciones o en expectativas de beneficio subyacente (sobrevolador en acciones), o si por el contrario se trata de una forma de retribución en metálico, traducida en los cobros de diferencias subyacentes, si se liquidan las opciones a diferencias, o incluso si se liquidan por entrega de acciones, consistente en la plusvalía percibida a tiempo de revenderse las acciones”.

estamos ante salario en metálico, por contra, cuando nos encontramos ante stock options en sentido estricto, las dudas son más que razonables ⁽²²¹⁾, pues en todo caso el trabajador percibe acciones, por más que ordene, incluso anticipadamente, la liquidación simultánea.

No obstante, también debe precisarse que alguna razón tiene la Jurisprudencia en la matización que ofrece acerca de lo que es salario en metálico y en especie, pues efectivamente este último no se define por una simple contraposición al que se satisface en dinero y no cabe duda que si las acciones se “realizan” (liquidan) inmediatamente, esto es, al momento de ser percibidas, o se pueden “realizar” (vender) en bolsa de valores, se les puede atribuir el carácter de salario “no en especie”, y por defecto en metálico, como hace la Jurisprudencia.

VII. EL VALOR INTRÍNSECO DE LAS “EMPLOYEE STOCK OPTIONS”

La Jurisprudencia manifiesta, repetidamente, la idea de que únicamente las cantidades dinerarias obtenidas o las acciones recibidas, una vez ejercitadas las stock options, son salario, porque la existencia de un contenido patrimonial estimable depende única y exclusivamente de la discrecionalidad del trabajador, en cuanto que a él y solo a él corresponde decidir si ejercita o no las stock options, llegado el término. En tal sentido, la Jurisprudencia afirma expresamente que “sobre la existencia de un derecho valorable económicamente en el instante en que se formaliza entre empresa y trabajador la opción sobre acciones, debe decirse que como obligación sujeta a plazo, su materialización sólo será posible en el momento en que se cumpla el término, pues será el titular del derecho el que en ese momento decida si lo ejercita o no”.

Ciertamente, el concepto legal de salario, ex artículo 26 ET, hace referencia al momento prestacional, lo que plantea de nuevo el tema en el plano de la sinalagmaticidad, sinalagma genético y sinalagma funcional, esto es que los deberes de las partes nacen simultáneamente y se ejecutan correlativamente, y el mantenerse fiel (vinculado) a la empresa con normalidad productiva, o alcanzando la que se señale, se incorpora a la causa de la obligación, con lo que, hasta ese momento, no se da la reciprocidad requerida, al extremo que generalmente se admite que no se debe el salario sino hay una recíproca prestación del trabajo requerido.

⁽²²¹⁾ En ese sentido se manifiesta MOLINA NAVARRETE, C., *opus cit.*, *La dimensión jurídico-salarial de los employee stock options plans: La doctrina legal ¿zanja o relanza la polémica?*, pp. 48-49 y 62.

Pero, al propio tiempo, en contradicción aparente, aquella misma Jurisprudencia califica de salario a las cantidades o acciones percibidas en ejecución de las stock options en los supuestos en que se ha extinguido el contrato de trabajo, desapareciendo la relación jurídico-laboral entre el trabajador y el empresario (fallecimiento, incapacidad, jubilación y despido improcedente). Efectivamente, en aquellos supuestos cuando se ejecuta la opción quien recibe la prestación ya no es trabajador y el que la otorga no es su empresario.

La solución a esta problemática la ofrece aquella misma Jurisprudencia cuando establece que perfeccionado el contrato de opción con la concurrencia de las voluntades del empresario y del trabajador, “la empresa queda obligada, vinculada desde ese instante a respetar el derecho de optar del empleado”. Lo que la Jurisprudencia denomina “materialización” estanto como “ejecución”.

No se quiere decir que las cantidades obtenidas o las acciones recibidas hayan de tenerse por efectivamente percibidas antes de la llegada del término y de su ejecución, a voluntad del trabajador, que es quien ostenta el “derecho subjetivo de optar” (222). Sin embargo es ese mismo derecho el que puede ser susceptible de valoración económica, esto es tiene o puede tener un contenido patrimonial valorable en dinero, es el denominado “valor intrínseco” de las stock options, siendo éste el “beneficio cierto que podemos realizar en el momento presente por el hecho de poseerla” (223).

La cuestión se traslada, así pues, al cálculo de la “prima”. La primera reflexión a realizar es que la inexistencia de prima *in pecunia*, en las employee stock options, “no significa que la opción resulte gratuita para el beneficiario, en la medida en que subyace una contraprestación implícita, su propio trabajo” (224), sin que pueda, no obstante, negarse la posibilidad de que se establezca una prima explícita. Un supuesto singular es el de las llamadas “*purchased options*”, supuesto en que el trabajador paga una parte del precio de ejercicio a la suscripción de las stock options, que no suele superar el 10%, de tal manera que el resto del precio lo pagará si las ejerce, pero si no lo hace las cantidades ya satisfechas no le serán devueltas.

(222) “El título fuente del poder (de optar) le dota de una tal sustantividad y trascendencia que lo promueve a la calidad de derecho subjetivo. La posibilidad de optar reúne los caracteres y aparece con los perfiles que definen el derecho subjetivo”, TORRES LANA, J.A., *opus cit.*, *Contrato y derecho de opción*, p. 185.

(223) FONTECHA, E., y DE CRISTÓBAL, L., “Los mercados de opciones”, en *Curso de bolsa y mercados financieros*, Ariel, Barcelona, 2001, p. 986.

(224) IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *opus cit.*, *Stock Options. Economía, política retributiva y debate social*, p. 37.

La prestación “productiva” del trabajo, durante el espacio de tiempo que se señale, puede considerarse, al menos a estos efectos, la contraprestación que, a modo de “prima”, ha de satisfacer el trabajador a cambio de la opción. Consideración que se justifica porque en la característica reciprocidad (sinalgmaticidad y conmutatividad) inherente al contrato de trabajo, está implícita la existencia de la “prima”.

Establecida la existencia de aquella contraprestación “a modo de prima”, se puede acudir a la teoría general de las opciones para definir, conforme a ella, las *stock options* como “un activo con un beneficio no realizado iguala su valor intrínseco”⁽²²⁵⁾, que puede estar “in the money”, “out of the money” o “at the money”. Sin que la referencia al tipo europeo o americano sea un obstáculo insalvable para calcular y obtener un determinado beneficio, pues aun cuando la venta de las *stock options* en la modalidad europea no sea posible antes de la llegada del término de ejercicio, siempre se podrá acordar la venta a plazo del activo (acciones) subyacente, midiéndose aquel por la diferencia con el precio de ejercicio (*strike*).

Ha de considerarse que mediante las *stock options* “la empresa renuncia a parte de las ganancias que habría obtenido con el subyacente en el supuesto de que el precio suba a cambio de cubrirse ante las pérdidas en que incurriría si el precio baja”⁽²²⁶⁾, y esa cobertura, que ha de ser dinámica, por el característico carácter asimétrico de las opciones, se lleva a cabo y estima *a priori* mediante la “prima”⁽²²⁷⁾.

El cálculo de aquella singular “prima”, esto es del valor esperado de la “fidelización productiva” del trabajador, se torna en un elemento esencial para el empresario en su actuar conforme a criterios de “economicidad”. En conclusión, que las *stock options* tienen un valor intrínseco parece demostrado por la existencia, en todo caso, de una especie singular de “prima”, y que aquel puede ser positivo, esto es superior a 0, no tiene mayor objeción.

VIII. MODALIDADES DE STOCK OPTIONS Y SISTEMAS AFINES

Las *stock options* otorgan a los trabajadores que las hayan suscrito el derecho a comprar, en una fecha futura y/o durante un plazo determinado,

(225) FONTECHA, E., y DE CRISTÓBAL, L., *opus cit.*, *Los mercados de opciones*, p. 991.

(226) FONTECHA, E., y DE CRISTÓBAL, L., *opus cit.*, *Los mercados de opciones*, p. 984.

(227) *Ibidem*.

indicados en el ESOP, una cantidad determinada de acciones de la sociedad-empresario o de otra sociedad del grupo (ordinariamente la matriz). No obsta a esa circunstancia el hecho de que en la misma fecha de entrega de las acciones el trabajador pueda solicitar su venta, recibiendo entonces el dinero resultante de la enajenación y no las acciones mismas ⁽²²⁸⁾.

Junto al tipo general o básico de stock options aparecen los llamados *stock appreciation rights* o SARs, también denominados “bonos de revalorización diferencial, de plusvalía o de rentabilidad accionarial”, que no siempre otorgan derecho a entrega de acciones ⁽²²⁹⁾ sino, generalmente, a que el trabajador pueda liquidar por diferencias de cotización (u otras valoraciones) al vencimiento. Es de señalar que tal circunstancia, como ya indicamos, produce ciertas dudas en cuanto a la posible existencia de un derecho de opción, según su concepción civil general, especialmente si la liquidación es “automática” si bien, generalmente, probablemente por influjo de las opciones negociadas en los contratos organizados, se consideran modalidades de stock options y no figuras afines a las mismas.

Por el contrario, las denominadas *phantom stock* (acciones fantasma) y las *options on phantom stock* (opciones de compra de acciones fantasma), quedan derecho a una determinada retribución ⁽²³⁰⁾ según el valor de cotización (u otras valoraciones) alcanzado por las acciones de la sociedad-empresario (u otra sociedad o un valor notional), se suelen incluir entre las figuras afines.

Otro tanto ocurre con las *performance shares*, otra de las generalmente consideradas figuras afines, que si efectivamente determinan la entrega de ac-

(228) Supuesto de las Sentencias del Tribunal Supremo de 24 y 25 de octubre de 2001, 4 de febrero de 2002 y 10 de abril de 2002.

(229) “Pueden pagarse en dinero o en acciones, generalmente a elección del beneficiario, y por tanto tienen que ser opciones ‘cubiertas’ (covered). Tampoco es raro que se materialicen parcialmente en dinero (por la parte necesaria para pagar los impuestos que genera el plan de opciones) mientras que la porción principal se paga en especie. Además, estos SAR pueden llegar a ser completamente ‘desnudos’ (naked SAR), si llegan a articularse al margen de la concesión de opciones propiamente dichas y su base, es decir, las acciones, que sirven de ‘notional’ o subyacente, operan como simple módulo de referencia para calcular un incentivo o compensación variable en metálico por la que nada hay que pagar por anticipado, y que tampoco generará tributación por rentas de capital”, indica SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *opus cit.*, *Las llamadas stock options y las fórmulas mágicas de la ciencia jurídica*, p. 1496.

(230) Indica CÓRDOBA BUENO, M., *Guía de las Stock options*, Ediciones Deusto, Bilbao, 2001, p. 183, que en algunos modelos, se reconoce, además, “que incluyen todos los beneficios derivados de la teórica tenencia de las acciones y, en particular, de los dividendos satisfechos mientras han estado vigentes por lo que, a la hora de evaluar la liquidación por diferencias, sería preciso incluir esta cifra como una mayor apreciación”.

ciones constituyen una retribución por objetivos, de tal manera que la cotización de las mismas es indiferente ⁽²³¹⁾.

En la citada categoría de las figuras afines también deben incluirse los *vesting rights stock*, en los que no existen derechos de opción propiamente dichos, sino entrega de acciones posponiendo la percepción de los derechos económicos derivados de las mismas, básicamente el dividendo, a la fidelización a la empresa durante un determinado período de tiempo.

Más alejadas aún del modelo básico de stock options se encuentran los llamados activos teóricos o ficticios, denominados generalmente *tracking stock*, *targeted stock*, *mirror stock* y *alphabet stock*, que se asocian a capitales virtuales.

Atendiendo a otros criterios clasificatorios, se puede aludir a las *premium options* y a las *performance-vested options*, cuyo ejercicio depende de que las acciones a las que dichas modalidades de stock options van referenciadas alcancen un determinado valor de cotización o una “barrera”, en un momento determinado o durante un plazo de tiempo concreto, a las *repriced stock options*, que permiten alterar el precio de ejercicio según la evolución de la cotización de las acciones (planes de stock options “at the money”) o a las *purchased options*. También se puede hacer referencia a las *renewable options* que generan a favor de su adquirente el derecho a mantener un derecho de opción continuado en el tiempo, en tanto en cuanto mantenga su fidelidad a la empresa, coincidiendo, de ordinario, el precio de ejercicio de la opción renovada con el de cotización de la anteriormente ejercitada. Así como a las *indexed options*, cuyo precio de ejercicio se vincula a la evolución de un determinado índice establecido en el “plan” o “programa”. Así como a las *reload stock options*, únicamente posibles en el modelo americano, en las que quien las otorga paga un precio especialmente elevado si se ejercitan en un plazo preciso.

Finalmente, hemos de señalar que dejamos extramuros de este estudio todos aquellos sistemas de incentivos basados en la entrega de acciones o participaciones (*equity linked incentive plans*) que no atribuyen directamente a los trabajadores los derechos opcionales, sino que implican la compra ventajosa directa

(231) “Cuestión distinta es que pudiera idearse algún sistema (...) de retribuciones en opciones sobre acciones por objetivos, donde el beneficiario, en función del nivel de cotizaciones de la empresa, tuviese derecho a percibir acciones cuyo pago se condicionase al cumplimiento de criterios objetivos de rendimiento. Tal sistema, (...), permitiría desechar buena parte de las copiosas críticas vertidas contra las SOs por revelarse insuficientes para conectar la performance individual con la creación de valor añadido a la empresa (...), haciendo compatible además el paralelismo entre cotización y rendimiento que persiguen todos los planes de incentivos opcionales”, indica IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *opus cit.*, *Stock Options. Economía, política retributiva y debate social*, p. 93.

de acciones o participaciones de la sociedad-empresario (con estructuras basadas en el otorgamiento de derechos de opción de compra y venta recíprocos entre los trabajadores y la sociedad-empresario) así como aquellos que utilizan vehículos societarios interpuestos, a los que les son atribuidos directamente los derechos opcionales a la compra de acciones o las acciones mismas (previando sistemas complejos de adquisición y pérdida de la condición de socio de tales sociedades instrumentales por parte de los trabajadores). En este sentido, baste señalar que si bien la causa última de la implementación de estos sistemas sería compartida con la de las stock options analizadas, tales supuestos, a la luz de la regulación hoy día vigente, difícilmente podrían ser legalmente conceptualizados como retribución, más aún en aquellos escenarios en los que el propio trabajador asume algún riesgo de quebranto patrimonial por razón de su propia participación en dicho esquema, característica, como ya hemos señalado, no compatible con el concepto legal actual de salario.

IX. CUESTIONES EN RELACIÓN CON EL DERECHO DE SOCIEDADES Y EL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES

1. Cuestiones en relación con la intervención de la Junta General en la aprobación del “plan” y la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias

La intervención de la Junta General en la aprobación de los planes de stock options dirigidos a trabajadores no parece ineludible, al contrario de lo que sucede si se dirigen a los administradores, directores generales y “asimilados”. No obstante, debe precisarse que la determinación de la necesidad de intervención de la Junta General en el proceso de aprobación del plan puede resultar extraordinariamente compleja si tomamos en consideración el contorno borroso y difuso del conjunto de los “asimilados” al “director general”, e incluso de esa categoría misma, así como la no coincidencia de dichas nociones en la legislación laboral y mercantil, en un modelo de organización empresarial que hace tiempo dejó de ser piramidal.

Abunda en aquella dificultad el propio hecho de la actuación de las sociedades-empresarios en el mercado universalizado o globalizado, ya que las calificaciones jurídicas de quienes actúan por cuenta ajena dependerán de los concretos ordenamientos jurídico-positivos vigentes en cada Estado y momento histórico, así como de normas laborales sectoriales, nacionales y extranjeras diferentes, cuando no contrarias.

La problemática anterior se acentúa con la, por demás frecuente, prestación de servicios simultánea o sucesivamente a intervalos de tiempo muy cortos, en territorios de diferentes Estados ⁽²³²⁾.

Todo lo expuesto anteriormente, además de la laguna normativa existente en nuestro ordenamiento y la desacertada jurisprudencia creada en torno a la figura del administrador gerente-director general ⁽²³³⁾, así como la admisibilidad, sin reparos, de la coincidencia de la condición de socio-administrador-trabajador ordinario, obligará a considerar cada “plan” de stock options singularmente para poder concluir si es precisa la intervención de la Junta General, especialmente si se dan combinaciones de puestos de trabajo y cargos societarios en las mismas personas con intención de eludir la aplicación de la norma ⁽²³⁴⁾.

Así, se ha afirmado que “normalmente es la Junta la que acuerda o se limita a autorizar el plan de concesión y delega en el órgano de administración la fijación de todos los extremos del mismo” ⁽²³⁵⁾ y que “a falta de regulación especial sobre el particular, parece oportuno advertir que no siempre en nuestra práctica se ha seguido este camino lógico. En algunas ocasiones la Junta de Accionistas no intervino para aprobar o autorizar un plan de opciones. Especialmente, cuando se emplearon las acciones en autocartera para atender el compromiso de un Plan autorizado y definido por el Consejo o incluso por una Comisión Delegada” ⁽²³⁶⁾. Apreciaciones válidas en relación con sociedades cotizadas para antes de la entrada en vigor de la Ley 55/1999 ⁽²³⁷⁾ de 29 de diciembre por la que se añadieron las disposiciones adicionales tercera y cuarta y un último párrafo al artículo 130 LSA, aun cuando el “plan” hubiera estado

⁽²³²⁾ Ejemplo es la Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas de 27 de febrero de 2002, recaída en el Asunto C-37/00.

⁽²³³⁾ Vid. TAPIA HERMIDA, A., *opus cit.*, *La alta dirección empresarial (Administradores y Altos cargos)*, pp. 3759-3763.

⁽²³⁴⁾ Art. 130 y disposición adicional cuarta LSA; vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *opus cit.*, *Las llamadas stock options y las fórmulas mágicas de la ciencia jurídica*, pp. 1528-1533.

⁽²³⁵⁾ FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *opus cit.*, *Participación de trabajadores y directivos en el capital de las sociedades anónimas. Examen de la cuestión en derecho societario*, p. 886.

⁽²³⁶⁾ FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *opus cit.*, *Participación de trabajadores y directivos en el capital de las sociedades anónimas. Examen de la cuestión en derecho* p. 886.

⁽²³⁷⁾ Ha de recordarse que la modificación legal fue propiciada por el caso Telefónica, que tenía planes de stock options diferentes para trabajadores y directivos y entre estos últimos estaban administradores, personal de alta dirección y directivos “no altos”.

dirigido, en parte, a los administradores, directores generales y “asimilados” o si, siendo posterior a esa fecha el plan, no estuviese dirigido a los administradores, directores generales y “asimilados”.

Se ha indicado, igualmente, que en aquella fase de aprobación por la Junta general “no existe una oferta irrevocable: la sociedad mediante el correspondiente acuerdo contradictorio es libre de acordar o modificar el acuerdo previo aprobatorio del plan” ⁽²³⁸⁾. Aquella libérrima actuación de la Junta encuentra un límite en la norma paccionada, esto es, si la sociedad se ha obligado en sede de convenio colectivo a promover el plan, habrá de acordarlo.

En relación con la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias, habida cuenta del contenido del presente trabajo, nos limitamos a recordar que por mor de lo dispuesto en el art. 81.2 de la LSA, la prohibición establecida en el apartado 1 de aquel precepto legal, de anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías o facilitar cualquier tipo de asistencia financiera por parte de la sociedad para la adquisición de sus acciones o de acciones de su sociedad dominante por un tercero, “no se aplicará a los negocios dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de sus acciones o de acciones de una sociedad del grupo”.

No obstante es de destacarse que en relación con la aplicación de la “excepción a la prohibición” de asistencia financiera establecida a favor de los trabajadores, cuando el beneficiario es el director general, especialmente si éste es al propio tiempo administrador social, se ha suscitado un importante debate ⁽²³⁹⁾.

Sin entrar en aquella polémica baste con significar que si el beneficiario del plan o esquema de las stock options es director general, vinculado al empresario por un contrato de trabajo de personal de alta dirección, no opera la prohibición de asistencia financiera reseñada en el apartado anterior, es decir, el director general, en cuanto que trabajador por cuenta ajena, es personal de la empresa y por lo tanto se encuentra comprendido en el ámbito de aplicación de la “excepción a la prohibición”. Sin embargo, si el denominado director general no está vinculado a la sociedad por un contrato de trabajo, sino que es un administrador social, en cuanto que tal cargo esté previsto en los estatutos sociales conformando parte de la administración societaria, entonces aquel director general no podrá ampararse en la “excepción a la prohibición”. En defini-

⁽²³⁸⁾ FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *opus cit.*, *Participación de trabajadores y directivos en el capital de las sociedades anónimas. Examen de la cuestión en derecho societario*, p. 886.

⁽²³⁹⁾ Acerca de ésta polémica y las dudas que se suscitan, vid. BAYONA JIMÉNEZ, R., *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Aranzadi, Pamplona, 2002, en especial pp. 253-254 y 361 ss.

tiva que la mera denominación de “director general” (ambigua pero no polisémica) de por sí nada aclara sobre el alcance de la prohibición de asistencia financiera, teniendo que indagarse sobre la naturaleza jurídica del vínculo con la sociedad para poder llegar a una conclusión.

Respecto de quien al propio tiempo que vinculado con un contrato de personal de alta dirección (director general) con la sociedad, en cuanto que empresario, desempeña el cargo societario de administrador, habrá de considerarse si es administrador gerente o ejecutivo en cuyo caso, habida cuenta de la consolidada doctrina legal de la Sala Cuarta del Tribunal Supremo que establece la imposibilidad de desempeñar ambos cargos simultáneamente y la prevalencia, en tal caso, del carácter de administrador sobre el de director general ⁽²⁴⁰⁾, operará la prohibición de asistencia financiera. Pero si el cargo de administrador que el director general desempeña no es gerente o ejecutivo, entonces la cuestión dista de ser clara, pues ya no opera la limitación antes indicada y establecida por la jurisprudencia, sino que habrá de estarse a cada caso particular y a la vista de las circunstancias concurrentes resolver sobre la prohibición de asistencia financiera.

(240) Nos remitimos a jurisprudencia y bibliografía citada en notas 34 y 38. Siendo de destacarse que a partir SSTS (Sala Cuarta) de 24-1-1991 y 18-3-1991 se mantiene incólume la jurisprudencia que considera que si coinciden en un mismo sujeto los cargos de administrador gerente o ejecutivo y personal de alta dirección (director general) prevalece el cargo de administrador la relación societaria frente a la laboral, al no poderse desempeñar simultáneamente ambos cargos.

La jurisprudencia menor sigue, sin fisuras, esa doctrina legal, es ejemplo de ella la STSJ de Madrid de 15-12-1998 (NORMACEF-Laboral) que, en un supuesto en que, dándose la coincidencia de administrador y director gerente en una misma persona, la concesionaria indica que debe “tenerse en cuenta la reiterada doctrina de nuestro Tribunal Supremo, sentada en unificación de doctrina, en las Sentencias de 27 de enero de 1992, 29 de abril de 1991, 13 de mayo de 1991, 3 de julio de 1991, 18 de junio de 1991, 21 de enero de 1991, y 28 de septiembre de 1988 y en la de 22 de diciembre de 1994, que determina que aquellos que forman parte de los órganos directivos de la sociedad como personas naturales que los componen e integran esos mismos órganos, tienen una naturaleza societaria y no de carácter laboral, señalando que ‘cuando se ejercen funciones de esta clase la inclusión o exclusión del ámbito laboral no puede establecerse en atención al contenido de la actividad, sino que debe realizarse a partir de la naturaleza del vínculo y de la posición de la persona que las desarrolla en la organización de la sociedad’, así como que ‘la identificación por tal posición con la titularidad empresarial impide que la actividad pueda ser calificada con las notas de dependencia y ajenidad...’, y en consecuencia entre en juego la exclusión legal prevista en el artículo 1.º 3.c) del Estatuto de los Trabajadores, doctrina esta recogida por esta Sala entre otras en sus Sentencias de 6 de junio de 1995, 9 de mayo de 1996 y 17 de febrero de 1998”. No obstante también ha de considerarse que aquella, la jurisprudencia menor, matiza mucho los supuestos en que el ejercicio del cargo de administrado social gerente o ejecutivo absorbe a la relación laboral expresamente constituida de personal de alta dirección, por lo que debe estarse a cada caso, son ejemplares al respecto las SSTS Castilla-La Mancha de 15-4-1999 y de Extremadura de 13-9-2000 (NORMACEF-Laboral).

Por último conviene precisar que el hecho de que el sujeto nombrado administrador social desempeñe las tareas de gestión de la actividad de la empresa propia de la sociedad, no es determinante de la constitución de un vínculo laboral de personal de alta dirección (director general) añadido al de administrador social, sino que se tratará del ejercicio por parte del administrador social de las tareas de gestión que le son propias ⁽²⁴¹⁾.

(241) Ya la Sala Cuarta del TS, en sentencia de 27 de enero de 1992 (NORMACEF-Laboral) abordó específicamente el supuesto de un consejero delegado que desempeñaba las funciones propias de tal cargo, y en ella se precisa que, por tal causa, el mismo "ejerció en su actuación las facultades y cometidos inherentes a un miembro del órgano de administración de la sociedad, tal y como se prevé en los artículos 73, 76 y concordantes de la Ley de Sociedades Anónimas de 17 de julio de 1951" (texto legal a la sazón vigente), y declaró que el vínculo del consejero delegado con la sociedad no es de naturaleza laboral, sino mercantil. Con anterioridad la misma Sala había efectuado pronunciamientos similares en sus sentencias de 20 de diciembre de 1983, 27 de marzo de 1984, 6 de febrero de 1985, 24 de septiembre, 30 de septiembre y 14 de octubre de 1987, 28 de septiembre de 1988 y 18 de marzo de 1989.

Es de destacarse su Sentencia de 28 de septiembre de 1988, en la que precisa: "Toda la actividad de los consejeros, en cuanto administradores de la sociedad, está excluida del ámbito de la legislación laboral. Y, naturalmente, en función de un criterio no operacional ni económico, sino estrictamente jurídico, como no podía ser menos. La relación del consejero, como miembro de uno de los órganos de la sociedad, con ésta, es de carácter interno. No concurre ninguna de las características de la relación laboral, tal como la define el artículo 1.º 1 del ET, ni siquiera la dualidad de partes en el sentido en que la contempla este precepto, sino la propia y específica de la existente entre las personas jurídicas y las individuales integrantes de sus órganos, mediante las cuales, necesariamente, ha de realizar el cumplimiento de sus fines (...) no altera este planteamiento, sino que, por el contrario, lo confirma, lo que dispone el artículo 77 de la citada Ley de Sociedades Anónimas (hoy el art. 141), pues distingue tres supuestos en que puede delegar sus funciones: en una comisión ejecutiva, de su propio seno; en uno o más consejeros delegados; o apoderamientos a cualquier persona. En los dos primeros casos los consejeros, en comisión o delegados, siguen realizando funciones que les son propias, y en el tercero, en cambio, se recurre a una persona ajena al consejo con quien, efectivamente, se establecería una relación que hoy, a tenor de lo dispuesto en el artículo 2.º 1 a) del ET y en el artículo 1.º 2 del Real Decreto 1382/1985, hay que reputar como laboral de carácter especial. Hay que insistir, por tanto, que el fundamento de la exclusión del ámbito laboral no está en la clase de funciones que realiza el sujeto, sino en la naturaleza del vínculo en virtud del cual las realiza. O dicho de otra manera, para la concurrencia de la relación laboral de carácter especial mencionada no basta que la actividad realizada sea la propia del alto cargo, tal como la define el precepto reglamentario, sino que la efectúe un trabajador, como el mismo precepto menciona, y no un consejero en ejercicio de su cargo".

Con más generalidad la aludida Sala Cuarta de aquel Alto Tribunal, en su Sentencia de 22-12-1994 (NORMACEF-Laboral), aborda la cuestión referida, indicando, en su Fundamento Jurídico tercero, lo siguiente: "El artículo 1.º 3 c) del Estatuto de los Trabajadores (ET) dispone que se excluye del ámbito regulado por esta Ley 'la actividad que se limite, pura y simplemente, al mero desempeño del cargo de consejero o miembro de los órganos de administración de las empresas que revistan la forma jurídica de sociedad y siempre que su actividad en la empresa sólo comporte la realización de cometidos inherentes a tal cargo'. Ahora bien, hay que tener en cuenta que las actividades de dirección, gestión, administración y representación de

2. Disponibilidad de acciones mediante ampliación de capital o autocartera

Para el correcto discernimiento de esta cuestión en el ámbito de los ESOPs, conviene distinguir entre los planes de stock options que dan derecho a la suscripción de acciones en una nueva emisión, supuesto en el que los trabajadores podrían tener, por más que sea inusual, que acudir a la ampliación de capital suscribiendo las acciones correspondientes a sus stock options, y aquellas que otorgan el derecho a la adquisición de acciones preexistentes.

la sociedad son las actividades típicas y específicas de los órganos de administración de las compañías mercantiles, cualquiera que sea la forma que éstos revistan, bien se trate de consejo de administración, bien de administrador único, bien de cualquier otra forma admitida por la ley; y así, en el ámbito de la sociedad anónima, los órganos de esta clase, que se comprendían en los artículos 71 a 83 de la Ley de 17 de julio de 1951 y actualmente se recogen en los artículos 123 a 143 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, tienen precisamente como función o misión esencial y característica la realización de esas actividades, las cuales están residenciadas fundamentalmente en tales órganos, constituyendo su competencia particular y propia. Por ello es equivocado y contrario a la verdadera esencia de los órganos de administración de la sociedad entender que los mismos se han de limitar a llevar a cabo funciones meramente consultivas o de simple consejo u orientación, pues, por el contrario, les compete la actuación directa y ejecutiva, el ejercicio de la gestión, la dirección y la representación de la compañía. Por consiguiente, todas estas actuaciones comportan 'la realización de cometidos inherentes' a la condición de administradores de la sociedad y encajan plenamente en el 'desempeño del cargo de consejero o miembro de los órganos de administración de las empresas que revistan la forma jurídica de sociedad', de ahí que se incardinan en el mencionado artículo 1.º 3 c) del ET".

Añadiendo, en el mismo Fundamento Jurídico: "Se estima conveniente recordar aquí que voces muy autorizadas han manifestado que 'la sociedad anónima, como entidad jurídica dotada de personalidad, necesita valerse de órganos para el despliegue de su actividad interna y externa' y que estos 'órganos sociales son personas físicas o pluralidades de personas investidas por la ley de la función de manifestar la voluntad del ente o de ejecutar y cumplir esa voluntad desarrollando las actividades jurídicas necesarias para la consecución de los fines sociales', y asimismo que 'como cualquier otra persona jurídica la sociedad anónima necesita órganos para crear, emitir y ejecutar su voluntad, así como para concertar los actos o negocios de relación con terceros a través de los cuales realiza el objeto social para cuya consecución fue constituida'. Es claro, pues, que esas facultades rectoras, ejecutivas y gestoras corresponden a la propia compañía mercantil, pues son inherentes a su condición de persona jurídica, pero al no tratarse de una persona natural, las tiene que llevar a cabo mediante los órganos sociales correspondientes, constituidos generalmente por personas físicas que forman parte integrante de la sociedad; de tal modo que la actuación de estos órganos, es decir, de las personas naturales que los componen, es en definitiva la actuación de la propia sociedad. De ahí que esas personas o individuos que forman o integran los órganos sociales están unidos a la compañía por medio de un vínculo de naturaleza societaria mercantil, y no de carácter laboral.

Más adelante, en sus Fundamentos Jurídicos cuarto, quinto y sexto, la meritada resolución jurisdiccional, indica: "Cuarto. Y precisamente en la sociedad anónima las funciones de dirección, ejecución, gestión y representación, como hemos apuntado en líneas anteriores, corresponden y pertenecen al órgano de administración de la misma, cualquiera que sea su forma. Por ello no es posible estimar que todo aquel que realiza funciones de dirección, gestión

La sociedad, para el momento del ejercicio de las stock options, en las modalidades ordinarias, bien deberá ampliar el capital, reservando el derecho de suscripción a los beneficiarios del “plan” y excluyendo el derecho de suscripción preferente de los antiguos accionistas ⁽²⁴²⁾, o bien habrá de disponer de

y representación en una empresa que revista la forma jurídica de sociedad, es necesaria y únicamente un trabajador de la misma, sometido al Derecho Laboral, como personal de alta dirección del artículo 2.º 1 a) del ET. Por el contrario esas actividades y funciones son, como se ha venido reiterando, las típicas y características de los órganos de administración de la compañía y las personas que forman parte de los mismos están vinculados a ésta por un nexo de clara naturaleza jurídico mercantil. Evidentemente el personal laboral de alta dirección también desarrolla esa clase de actividades, pero es obvio que las facultades para poderlas llevar a cabo las recibe, precisamente, de ese órgano de administración que es al que competen por la propia naturaleza de la institución. Pero aunque unos y otros realicen funciones análogas, la naturaleza jurídica de las relaciones que cada uno de ellos mantiene con la entidad es marcadamente diferente; son muy diversas las razones que fundan y justifican esa diferencia o disparidad, pero entre ellas cabe destacar la circunstancia de que en la relación laboral del personal de alta dirección impera y concurre de forma plena y clara la ajenidad, nota fundamental tipificadora del contrato de trabajo, mientras que la misma no existe, de ningún modo, en la relación jurídica de los miembros de los órganos de administración, ya que éstos, como se ha dicho, son parte integrante de la propia sociedad, es decir, la propia persona jurídica titular de la empresa de que se trate”.

“Quinto. Así, la importante Sentencia de esta Sala de 21 de enero de 1991, tras analizar los artículos 1.º 3 c) y 2.º 1 a) del ET, estima que ‘se aprecia la existencia de un punto de coincidencia en la delimitación de las actividades consideradas en los mismos, pues la alta dirección se concreta en el ejercicio de poderes correspondientes a la titularidad de la empresa y el desempeño de un cargo de miembro de los órganos de administración de la sociedad implica también la actuación de facultades de esta naturaleza’, añadiendo que ‘cuando se ejercen funciones de esta clase la inclusión o exclusión del ámbito laboral no puede establecerse en atención al contenido de la actividad, sino que debe realizarse a partir de la naturaleza del vínculo y de la posición de la persona que las desarrolla en la organización de la sociedad, de forma que si aquél consiste en una relación orgánica por integración del agente en el órgano de administración social, cuyas facultades son las que se actúan directamente o mediante delegación interna, dicha relación no será laboral’.”

“Sexto. A todo lo expuesto debe añadirse que los consejeros delegados de una sociedad anónima son necesariamente miembros del consejo de administración y además las facultades que los mismos ejercen son facultades propias de dicho consejo, como se desprende con claridad del artículo 141 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. El número 1 de este artículo establece que ‘el consejo de administración podrá ... designar de su seno ... uno o más consejeros delegados’ y en términos análogos se pronunciaba el artículo 77 de la Ley de 17 de julio de 1951, habiendo entendido la Sentencia de la Sala Primera de este Tribunal Supremo de 22 de junio de 1979 que tales expresiones ponen de manifiesto que todo consejero delegado tiene que pertenecer al consejo de administración, añadiendo esta sentencia que los consejeros delegados son verdaderos órganos de la sociedad mercantil, criterio que reitera la Sentencia del Tribunal Supremo de 19 de enero de 1980 dictada por la entonces Sala Cuarta de lo Contencioso-Administrativo”.

⁽²⁴²⁾ Sobre la exclusión del derecho de suscripción preferente vid. FLAQUER TIU-TORT, J., “La exclusión del derecho de suscripción preferente”, en *Derecho de Sociedades-Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, T. III, McGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 2317 ss.

acciones en autocartera. También podrá mixtificar ambos sistemas o prever otros sistemas alternativos a los anteriores como la entrega a los trabajadores de warrants afectados al cumplimiento del plan de stock options, con la limitación, en su caso, de su transmisibilidad a ese conjunto de trabajadores.

Cuando se trata de la emisión de nuevas acciones se ha entendido que “podría instrumentarse mediante un acuerdo aprobatorio por la junta con un contenido similar al previsto en el artículo 292.1 LSA para la emisión de obligaciones convertibles”⁽²⁴³⁾, en cuyo caso y siendo coherentes, podría cuestionarse la existencia del derecho de suscripción preferente de los antiguos accionistas. Otra alternativa, no infrecuente, es interponer una entidad financiera que, actuando en interés de los trabajadores, a modo de “entidad colocadora y garante” pero mediante un contrato *ad hoc*, suscribe la ampliación de capital (con exclusión del derecho de suscripción preferente), realiza las funciones de custodia de valores, mantenimiento de registros contables y se las entrega/trasfiere a los trabajadores en el momento del ejercicio por aquellos de las stock options.

Si el “plan” da derecho a la adquisición de acciones preexistentes, lo habitual es la inmovilización de las acciones y su afectación al cumplimiento del “plan”. Otro procedimiento es llevar a cabo una oferta pública de venta de acciones, señalando que el modo de colocación será, en parte o en su totalidad, mediante stock options⁽²⁴⁴⁾, indicando todos los extremos relevantes al respecto.

Asimismo, para conseguir la afectación de las acciones al ejercicio de las opciones, se ha propuesto, además de los mecanismos típicos de “aparcar” la autocartera o del establecimiento de un depósito indisponible, el anotar en el registro de anotaciones en cuenta, tratándose de acciones cotizadas, la “carga” de inmovilización⁽²⁴⁵⁾.

(243) FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *opus cit.*, *Participación de trabajadores y directivos en el capital de las sociedades anónimas. Examen de la cuestión en derecho societario*, p. 890.

(244) Vid. CACHÓN BLANCO, E., *Las ofertas públicas de venta de valores negociables*, Dykinson, Madrid, 1997, especialmente pp. 186 y 206.

(245) FERNÁNDEZ DEL POZO, L., en *opus cit.*, *Participación de trabajadores y directivos en el capital de las sociedades anónimas. Examen de la cuestión en derecho societario*, p. 893, señala, “bastaría con que la ‘carga’ de la inmovilización se haga constar sobre las correspondientes acciones mediante la correspondiente constancia de la opción de compra en favor de los beneficiarios en el registro de anotaciones en cuenta (en el supuesto normal de acciones cotizadas). Mediante la inscripción de la opción se hace efectivo el derecho contra eventuales adquirentes y subadquirentes de las acciones gravadas de un modo similar a lo que acontece en el Registro de la Propiedad respecto de las opciones de compra”.

3. La implementación del ESOP y su posible calificación de oferta pública de venta de valores

Si el plan y la emisión u oferta de venta se dirigen únicamente a los trabajadores (de la sociedad-empresario o del grupo) no cabe duda sobre su carácter de “colocación privada”⁽²⁴⁶⁾, por lo que no es exigible la verificación y registro por la CNMV de los informes de auditoría y cuentas anuales de la sociedad-empresario ni del folleto informativo. En este caso, únicamente es necesaria la “comunicación previa” y la aportación de los documentos acreditativos del acuerdo de aprobación del “plan”, con las características relativas a las opciones mismas y al subyacente, acuerdos correspondientes, garantías de inmovilización, etc.⁽²⁴⁷⁾. Si bien debe recordarse que en los anteriores supuestos puede operar “una excepción de la excepción”, pues si el emisor u oferente tuviera ya admitidas a cotización acciones de las mismas características que aquellas a entregar a los trabajadores en ejercicio de sus stock options, deberán cumplirse los requisitos exigidos por la legislación del mercado de valores para cualquier emisión no exceptuada.

Desde otra perspectiva, hemos de señalar que, si bien en la implementación de los ESOPs dirigidos a un grupo numeroso de trabajadores no tiene sentido, en general, cuestionarse la distinción entre colocación privada en sentido amplio y en sentido estricto pues la publicidad a dirigir a sus destinatarios será consustancial a la implementación misma del ESOP, no obstante, en el supuesto de que tal ESOP se dirija (e implemente) a un número muy limitado de trabajadores podría calificarse como “colocación privada, en sentido estricto”.

(246) Que han sido definidas como “todas aquellas emisiones o ventas de valores en las que ponderando tanto sus elementos cualitativos (calificación de los inversores, disponibilidad de información por parte de los mismos, forma y procedimiento de colocación y finalidad inversora de sus destinatarios), como sus elementos cuantitativos (importe de la colocación, número de destinatarios e importe unitario de cada valor emitido u ofrecido), se caracterizan principalmente por una naturaleza cerrada subjetiva al dirigirse *uti singuli* a un número reducido de inversores, o predeterminada funcionalmente al dirigirse a unos inversores que disponen de información suficiente sobre el emisor y de la capacidad para formarse un juicio fundado y racional de la oportunidad de inversión que le es ofrecida”, FERNÁNDEZ DE ARAOZ Y GÓMEZ-ACEBO, A., y GÓMEZ-JORDANA MOYA, I., *La colocación privada de valores*, Civitas, Madrid, 1999, p. 36, sobre la crítica a la inclusión legal; entre las emisiones exceptuadas (colocaciones privadas) a las dirigidas a los trabajadores vid. pp. 63-64.

(247) En los términos del Capítulo II. 13, 14, 15 y 16 del Anexo B de la Orden de 12 de julio de 1993 y Circular 2/1999 de 22 de abril de la CNMV.

to”⁽²⁴⁸⁾, diferente de la “colocación privada, en sentido amplio”⁽²⁴⁹⁾ y en consecuencia no habría que efectuar comunicación alguna a la CNMV.

Siendo cierto, en todo caso, que “no es fácil de determinar (...) el *tempus*: el momento/s idóneo/s⁽²⁵⁰⁾ para efectuar las comunicaciones pertinentes a la CNMV relativas al ESOP y de su posterior ejecución. Esto es, si ha de efectuarse cuando se notifica⁽²⁵¹⁾ a los trabajadores el plan de opciones o cuando se ejercitan las opciones”, la práctica, cautelosa, avalada por criterios hermenéuticos plausibles, atiende al momento inmediatamente anterior a la publicación o comunicación a los trabajadores del “plan”.

Es de destacar que la CNMV, sin matices, mantiene vigente el criterio expuesto en la “Carta de 15-6-1998, dirigida a todas las Sociedades Emisoras”, que exige que los planes o incentivos para empleados de sociedades cotizadas, vinculados a las acciones de la sociedad o a su cotización, han de ser de conocimiento público y comunicados al organismo supervisor. Comunicación que habrá de realizarse antes de la implantación del plan, a través de un comunicado de hecho relevante o, en el caso de que la sociedad considere que el plan, por sus características o importes, no es significativo, a través de la información periódica a aquel organismo, incluyéndose una información suficiente en los folletos de emisión que la sociedad registre en la CNMV; además habrá de registrar un folleto informativo específico si el plan se dirige a más de 50 empleados o es superior a 500 millones de pesetas. En todo caso y para aquellos trabajadores que también sean administradores o pertenezcan al conjunto difuso de los directivos, en su caso, habrá de tenerse en cuenta lo dispuesto en el

(248) Esto es, en la que no se de ninguna de las circunstancias del artículo 3 del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo.

(249) “Las colocaciones privadas son una forma de denominar a determinadas emisiones u ofertas de venta de valores que, teniendo una misma caracterización jurídico-privada que las emisiones y ofertas públicas, reciben un tratamiento especial por parte del Derecho del mercado de valores. La especialidad de su régimen jurídico se sustancia precisamente en una relajación o flexibilización de los mecanismos de protección del inversor establecidos con carácter general”, aunque “no todas las emisiones o colocaciones en las que se relaja o flexibiliza el régimen jurídico general pueden considerarse ‘colocaciones privadas’”, según FERNÁNDEZ DE ARAOZ Y GÓMEZ-ACEBO, A., y GÓMEZ-JORDANA MOYA, I., *opus cit.*, *La colocación privada de valores*, pp. 35-36 y nota 33.

(250) FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *opus cit.*, *Participación de trabajadores y directivos en el capital de las sociedades anónimas. Examen de la cuestión en derecho societario*, p. 888.

(251) En torno a si la notificación del plan es actividad de oferta del empresario, vid. nuestra posición en torno al carácter salarial de las stock options; asimismo, vid. HILL, A. y DESPEIGNES, P., “La mejor opción contable”, *Expansión (Empresas)*, de 20 de abril de 2002, p. 14.

Real Decreto 377/1991 (modificado por los RRDD 2590/1998 de 7 de diciembre y 1370/2000 de 19 de julio ⁽²⁵²⁾ y la Circular de la CNMV 4/2000 de 2 de agosto).

Una singular problemática surge cuando, notificado el plan a los trabajadores, posteriormente la emisión u oferta de venta no se limita exclusivamente a ellos constituyendo una “oferta pública” ⁽²⁵³⁾. En tal caso y sin perjuicio de tener que efectuarse las comunicaciones antes referidas en el momento de la notificación del plan a los trabajadores, con ocasión de la emisión u oferta de venta habrá de cumplimentarse con lo ordenado para tales tipos de ofertas por la legislación del mercado de valores.

Además, nada impide que se lleve a efecto una ampliación de capital o una oferta de venta de acciones, indicándose que todas o parte están destinadas a los trabajadores que las adquirirán mediante el ejercicio de stock options a suscribir, en cuyo caso también se estará ante una “oferta pública”, con las consecuencias inherentes a la misma.

La compra de acciones propias, alternativa a la ampliación de capital, tiene a su favor que no es necesario hacer excepción del derecho de suscripción preferente de los antiguos accionistas, y en su contra las limitaciones que se establecen para la adquisición de acciones propias con la necesidad de que el acuerdo de la Junta autorizando la adquisición exprese que se concede con “esa finalidad” ⁽²⁵⁴⁾.

Además, este sistema de proveerse de las acciones precisas para atender a la ejecución de las stock options tiene un riesgo añadido importante, consistente en la “acentuación artificial del tren bursátil alcista que acecha a la empresa

⁽²⁵²⁾ En particular, sobre el RD 1370/2000, de 19 de julio, vid. CATALINA RUIZ-RICO RUIZ, “La regulación de las ‘stock options’, en el derecho español desde una perspectiva iusprivativa: especial estudio del Real Decreto 1370/2000, de 19 de julio”, en *RDBBB* núm 86/abril-junio 2002.

⁽²⁵³⁾ Ha de tenerse en cuenta que “el adjetivo ‘público’ se emplea para referirse tanto a los destinatarios de la oferta o colocación como a las técnicas o procedimientos empleados para llevar a cabo la misma”, como indican FERNÁNDEZ DE ARAOZ Y GÓMEZ-ACEBO, A., y GÓMEZ-JORDANA MOYA, I., *opus cit.*, *La colocación privada de valores*, p. 26, y sobre los elementos para diferenciar el carácter público o privado de una oferta vid. pp. 28-36.

⁽²⁵⁴⁾ Artículo 75 y Disposición Adicional Primera, 1 y 2 LSA.

autoadquirente, indeseable en la medida en que falsee el precio de equilibrio al que llegarían los *free floaters* negociado bursátilmente” (255).

4. Breve referencia a los negocios de cobertura

Los planes de opciones sobre acciones pueden prevenir la existencia o nueva ejecución de contratos de cobertura financiera o garantía mediante los cuales la sociedad concedente de las stock options procura eliminar o al menos minimizar las consecuencias de la actualización del riesgo de variación del precio de mercado o de cotización de las acciones subyacentes.

Existen contratos de cobertura directa, de cobertura opcional y de cobertura financiera o permuta financiera (256). Los primeros permiten el equilibrio económico del “plan” durante su vigencia, asegurando el cumplimiento por la sociedad-empresario, en el momento en que los trabajadores ejerciten sus stock options. Al tratarse de obligaciones a plazo, la sociedad concedente de las stock options ha de establecer las provisiones contables necesarias. La cantidad a provisionar deberá ser calculada sobre el valor teórico de la prima o, de existir *in pecunia* o poderse valorar concretamente, sobre dicho valor.

Los contratos de cobertura opcional determinan que una entidad financiera, actuando a modo de “entidad colocadora”, suscribe en una ampliación de capital las acciones necesarias para la ejecución del plan, comprometiéndose, de ordinario, a no ejercitar los derechos políticos inherentes a las mismas durante el plazo de duración o vigencia del mismo y reservándose la sociedad concedente de las stock options una opción de compra (subsidiaria) sobre esas accio-

(255) IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *opus cit.* *Sacrificio y coste social de la reasignación de derechos de compra de acciones en las ampliaciones de capital stock options tribuendi causa*, pp. 2353-2354, en donde añade: “Consecuencia de haberse desvirtuado dicho precio es, entre otras, el crecimiento o mantenimiento momentáneo del diferencial entre strike y cotización, lo cual beneficia por un tiempo al *optaturus*. Con todo, no parece que se trate de una perversión privativa del sistema de garantía mediante autocartera, pues la cotización naturalmente desciende a su nivel de equilibrio antes del ejercicio de las opciones, salvo si el vencimiento o período de ejercicio queda demasiado próximo, lo que no suele suceder. Más inquietud debe causar la compra fraccionada de autocartera a diversos precios, más bien si son demasiado altos y no al contrario, pues una compra a alto precio facilita la posterior reventa a pérdida por la sociedad optataria”.

(256) Vid. IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *opus cit.*, (*Stock Options. Economía, política retributiva y debate social*, pp. 42-46; del mismo autor vid. *opus cit.*, “Sacrificio y coste social de la reasignación de derechos de compra de acciones en las ampliaciones de capital stock options tribuendi causa”, en *Derecho de Sociedades-Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, T. III, McGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 2347-2351.

nes, con facultad de ceder a los trabajadores que han suscrito las stock options o ejercitándola en el momento del ejercicio de aquellas por los trabajadores.

Siendo generalmente la permuta financiera un swap de valores de renta variable (*equity swap*), mediante su concertación una entidad financiera puede garantizar a la sociedad concedente de las stock options la revalorización experimentada por las acciones subyacentes, durante el plazo de ejercicio de las stock options, con el rendimiento oportuno referenciado a otro instrumento financiero para un importe nominal igual al nominal de las acciones. Pudiendo concretarse en las distintas variantes existentes sobre aquella estructura básica ⁽²⁵⁷⁾.

⁽²⁵⁷⁾ Vid. SANZ CABALLERO, J.I., *opus cit.*, *Derivados financieros*, pp. 461-504, especialmente pp. 492-493.

LA EJECUCIÓN DEL ART. 1872 DEL CÓDIGO CIVIL, LA SUBASTA NOTARIAL Y EL PACTO COMISORIO

ABEL BENITO VEIGA COPO

*Doctor en Derecho
Profesor Ayudante de Derecho Mercantil
Universidad Pontificia Comillas de Madrid*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN. LA GARANTÍA Y EL PRIVILEGIO.
 - 1. La función y el valor de la garantía real.**
 - 2. El derecho de realización del artículo 1872 del Código Civil.**

- II. EL PLAZO ENTRE EL ANUNCIO DE LA SUBASTA Y EL COMIENZO DE LA MISMA.
- III. EL AVALÚO DE LOS BIENES Y LA SUJECCIÓN A TIPO.
- IV. EL PAPEL DEL FEDATARIO PÚBLICO Y LA CONSTITUCIONALIDAD DEL PROCEDIMIENTO EJECUTIVO EXTRAJUDICIAL.
- V. EL PACTO DE NO VENTA DE LA PRENDA.
- VI. LA ADQUISICIÓN DEL BIEN EN SUBASTA *VERSUS* LA ADJUDICACIÓN EN PAGO.
 - 1. Ejecución de prenda que sirve de garantía a varios acreedores.**
 - 2. Ejecución en caso de participaciones en una sociedad en formación, acciones vinculadas y acciones intransmisibles.**

RDBB núm. 87 / Julio-Septiembre 2002

VII. EL PACTO COMISORIO.

1. **Concepto y perspectiva evolutiva.**
 2. **Extensión de la interdicción legal. Del pacto comisorio *ex intervallo* al pacto marciano.**
 3. **Problema de la estipulación comisorio con posterioridad a la celebración del contrato principal.**
-

I. INTRODUCCIÓN. LA GARANTÍA Y EL PRIVILEGIO

El sentido y la justificación del precepto del artículo 1872 del Código Civil no es otro que el de atribuir al acreedor pignoraticio una modalidad específica y singular de ejercicio del *ius distrahendi* (art. 1858 CC) que complementa la prohibición de apropiación de la prenda, y que en definitiva representa para el acreedor una posibilidad añadida de satisfacción de su derecho de crédito, en cuya virtud se sitúa en una posición jurídica privilegiada respecto a la que le correspondería si optase por ejercitar su derecho dentro de un procedimiento judicial. Cuando un acreedor financia el proyecto de un deudor por un lado o recela de la situación igualitaria que comprende la responsabilidad patrimonial universal, por lo que incrementa la seguridad de la recuperación de su crédito mediante la constitución de una causa de preferencia de origen negocial, es decir, una garantía; pero, por otro lado, sabe que sobre ese mismo objeto de su garantía pueden existir otros acreedores que estén protegidos por una causa de preferencia de origen legal —un privilegio—. Éste dota de preferencia a acreedores que no han negociado la atribución de la causa de preferencia con el deudor. Ambas causas preferentes, legal y negocial, conceden al acreedor el derecho de satisfacerse con prioridad sobre el resto de acreedores ordinarios. Mediante los privilegios se busca proteger a acreedores contemplados por las normas legales, a los que se tutela por representar intereses dignos de protección.

La protección preferencial de acreedores por disposición legal se traduce en un coste para el sistema crediticio, pues la asignación de derechos que efectúa la ley se realiza limitando al deudor la posibilidad de establecer el orden de graduación entre sus acreedores ⁽¹⁾. Es la existencia de estos acreedores privile-

(1) Si las causas de preferencia de origen negocial responden a necesidades objetivas de la economía, la mayoría de las causas de origen legal revelan decisiones políticas de considerable importancia, que instituyen una jerarquía de valores digna de protección. Sobre el particular, v. GARRIDO, *Garantías reales, privilegios y par condicio*, Madrid, 1999, p. 79; un buen estudio sobre la diferencia no de estructura sino de función entre privilegio y preferencia en GORLA, *Le garanzie reali dell'obbligazione*, Milán, 1935, p. 10.

giados la que explica en buena medida la proliferación de las garantías y, en especial las reales, siendo un medio de esquivar los derechos de preferencia atribuidos por la ley a los acreedores privilegiados ⁽²⁾.

Las garantías suelen tener una posición superior a la de los créditos privilegiados. Si bien la mayoría de acreedores tutelados por una garantía ven satisfechos sus créditos con prioridad a los acreedores tutelados por un privilegio, no ocurre lo mismo con los acreedores ordinarios. Esto explica la contracción del crédito ordinario, pues difícilmente un acreedor concederá financiación sin garantía, ya que sabe que siempre cobrarán antes que él a aquellos acreedores que cuando menos gocen de un crédito privilegiado. No es menos cierto que todo acreedor tanto ordinario como no ordinario puede prever la probabilidad de que existan créditos garantizados, por lo que racionalmente todo acreedor puede anticiparlos y descontarlos en el diseño de su crédito, obviando de este modo el juego de suma cero. Así las cosas, si los créditos ordinarios resultan insatisfechos, no es una injusticia, sino la consecuencia de lo que ellos mismos contrataron. Si los acreedores tienen libertad para elegir la condición de su deudor y los términos en los que se realiza, por ejemplo, un préstamo, carece de sentido aplicar criterios de justicia para solventar problemas de preferencia.

Una de las mayores ventajas que comporta la constitución de una garantía, sobre todo en el supuesto de insolvencia pero también en casos de señalamiento de bienes o tercerías, es la posición preferencial con que cuenta el acreedor garantizado frente a los créditos de otros acreedores en el reparto del producto de la ejecución de los bienes del deudor. La preferencia consiste en el refuerzo de la tutela ordinaria del derecho de crédito a través de la adición de un nuevo derecho de naturaleza personal que se ejerce no ya frente al deudor sino frente a los acreedores de éste. Cuando un acreedor goza de una garantía real, la preferencia no constituye sino uno de los derechos que le confiere esa compleja institución. Un derecho de índole personal añadido a un crédito respecto del cual se presenta siempre en relación de dependencia. Por lo tanto, en una garantía real confluyen un derecho real y un derecho de preferencia, cuya conservación se asegura gracias al derecho real. El derecho real es el medio del que se sirve la ley para proteger el otro derecho conferido al acreedor, el derecho de preferencia. El

(2) GILMORE, *Security interest in personal property*, Boston, 1965, 2 vols., p. 361, señala cómo la creación de un único derecho y contrato de garantía —art. 9 UCC—, al menos da a los acreedores que proporcionan el capital necesario a la empresa la oportunidad de protegerse contra el monstruo devorador de los privilegios legales. Un interesante estudio sobre los derechos de prioridad de los créditos y su impacto en los costes de una *corporate reorganization* es llevada a cabo por BAIRD, "The importance of priority", Cornell L.R., (82), 1997, pp. 1420-1435, quien además cuestiona dentro del *puzzle de prioridades* el cambio de orientación dentro de los derechos de preferencia y los beneficios y costes que conlleva.

derecho a satisfacerse con preferencia frente a otros acreedores no es una mera consecuencia de la existencia de un derecho real, sino de un derecho de preferencia, cuya eficacia es protegida por el derecho real ⁽³⁾. En toda garantía existe una obligación *erga omnes* que se refiere al derecho real contenido en ella, pero no al derecho de preferencia que la misma confiere. Todos los terceros deben respetar la existencia del derecho real contenido en la garantía, lo que no significa que todos los acreedores concurrentes en la ejecución del bien deban respetar el derecho de preferencia del acreedor garantizado, ya que este derecho, por su naturaleza personal y relativa, no puede obligar a los acreedores a que gocen de derechos preferentes superiores a los del propio acreedor garantizado ⁽⁴⁾. Es una constante, por otro lado, ver en los privilegios una excepción cuando no una perversión de la *par condicio creditorum*. No ignoramos la relevancia de estas críticas que a la postre abogan por una nueva redimensión del valor de la paridad. Decir sin más, que el privilegio es el enemigo del derecho —*Das Vorrecht ist der Feind des Rechts*—, puede llegar a constituir una aberración. No ocultamos al mismo tiempo que la clave de un más correcto sistema concursal pasa y debe pasar por una drástica reducción y a la vez racionalización de los privilegios, pero culpar a éstos de todos los males excede de una mínima congruencia. No cabe la menor duda de que el empleo de estas técnicas e instrumentos alternativos, que en suma buscan lograr una posición de preferencia, pone de manifiesto la quiebra y la rigidez del sistema de garantías reales tradicionales que parten de un principio de tipicidad legal de las causas de preferencia.

Este desmesurado afán por escapar a las reglas de la igualdad entre acreedores lleva inevitablemente a que éstos ideen y empleen técnicas alternativas a las garantías reales, que cuando menos logren un resultado de preferencia análogo al de aquéllas, pero que a la postre terminan por desnaturalizar tanto las tradicionales formas de garantía como las propias causas de preferencia. Es decir, no se trata tanto de si los negocios y derechos reales son un catálogo

⁽³⁾ En las garantías reales, el derecho real se concibe como derecho de persecución, cuya misión no es otra que la de proteger el otro derecho conferido por la garantía, esto es, el derecho de preferencia. Cfr. ROPPO, *Manuale di diritto civile*, Milán, 1983, p. 178; Sobre la relación entre derecho real y preferencia como meramente instrumental vid. MESSINEO, *Manuale di diritto civile e commerciale*, 8.ª ed., II, 2, Milán, 1950, pp. 75 ss. En España han destacado su carácter instrumental LÓPEZ ALARCÓN, *El derecho de preferencia*, Murcia, 1960, p. 67; para GARRIDO, “Teoría general de la preferencia”, ADC, 1998, p. 1806, el derecho real que acompaña a las garantías reales se encuentra en perfecta simbiosis con el derecho de preferencia, formándose entre uno y otro un conjunto armónico.

⁽⁴⁾ La absolutitud del derecho real no se extiende al derecho de preferencia, y es por ello perfectamente posible que exista un derecho de preferencia de otro tipo, como un privilegio, que atribuya un derecho de preferencia superior al que confiera una determinada garantía real. Cfr. GARRIDO, “Teoría...”, *cit.*, p. 1808.

cerrado o no, sino el preservar el principio de legalidad de las causas de preferencia, que necesariamente se traduce en un principio de *numerus clausus* de los derechos de preferencia. No cabe duda de que una utilización inconsciente y masiva de causas atípicas de preferencia constituyen un desvalijamiento —*Ausplünderung*— del sistema de tutela conflictual del crédito, provocando el hundimiento del complejo edificio de la tutela preferencial del sistema crediticio.

1. La función y el valor de la garantía real

La función que está llamada a cumplir la garantía consiste en satisfacer el interés del acreedor en relación a un determinado crédito, fomentando el cumplimiento y remediando las consecuencias del incumplimiento ⁽⁵⁾. La finalidad de los derechos de garantía, y en especial las garantías reales, se desarrolla a través de dos momentos ⁽⁶⁾:

— una fase asegurativa o estática, que protege el bien gravado de las incertidumbres que pueden menoscabar o impedir la siguiente fase, y que consiste en la futura satisfacción del acreedor garantizado, y

— una fase satisfactiva o dinámica, en la cual se activan los específicos medios que tienden a permitir y hacer eficaz la ejecución forzosa sobre dicho bien.

Dos fases interrelacionadas y complementarias, que responden a una misma unidad de principio o función. Una primera, que da vida a la segunda, expectante ante el devenir normal del curso del crédito, anterior al vencimiento y que dará paso a la segunda fase sólo en caso de incumplimiento del crédito garantizado. Así, la finalidad del sistema de garantías se halla en reducir los costes que todo acreedor soporta al controlar la solvencia patrimonial de su deudor para asegurar la satisfacción del crédito ⁽⁷⁾. El acreedor consciente de que el derecho real de garantía no le asegura el cumplimiento de su crédito; si su

⁽⁵⁾ Un amplio estudio sobre la función de las garantías reales y en particular de la prenda en GORLA, *Le garanzie reali...*, cit., p. 5 ss., espec. p. 8; para EKKEHARD-EBERHARD, *Die Forderungsgebundenheit der Sicherungsrechte*, Bielefeld, 1993, p. 21, los derechos de garantía son un *Befriedigungsmittel*, un *Druckmittel* y finalmente con la constitución de un derecho real de garantía se *verbundene verdinglichte Zuweisung eines Befriedigungsobjekts*.

⁽⁶⁾ RUBINO, "La responsabilidad patrimonial. El pego", en *Trattato di Diritto Civile*, [VASALLI (dir)], XIV, Turín, 1952, p. 240.

⁽⁷⁾ Sobre este particular LLEBOT MAJÓ, *Las garantías en los procedimientos concursales*, Madrid, 2000, p. 21 ss.

deudor está más inclinado al cumplimiento es, precisamente, por la posibilidad existente de que entre en juego la fase dinámica. Una fase que asegura, en el normal de los casos, totalmente el cobro por equivalente y conmina en cierto modo al deudor, concedor de la operatividad de la misma, al cumplimiento voluntario de la obligación.

Se ha negado la naturaleza real de estos derechos sosteniendo que el derecho de garantía no recae sobre la cosa, sino sobre el valor que la misma ostenta. Mantener esta postura significaría obviar la fase de seguridad que toda garantía entraña. En esta fase, el dominio del deudor se encuentra limitado, *pendiente obligatione*, no pudiendo realizar éstos actos que minusvaloren o deterioren el objeto gravado; y si bien ello tiende mediatamente a que no disminuya su valor potencial, inmediatamente comporta medidas sobre la cosa misma. El derecho de que goza el acreedor no recae sobre dicho valor, sino sobre el bien en sí, que es el que está sujeto al acreedor. Concebir como objeto de un derecho una relación, como es un valor, sólo es admisible desde una óptica estrictamente económica. El valor es sólo la medida tomada con relación a una unidad pecuniaria de un objeto dado. Considerarlo como objeto de una relación es confundir éste con su dimensión. El acreedor no tiene derecho al bien, sino a su valor, mas su derecho recae sobre el bien ⁽⁸⁾.

El verdadero valor de un derecho de garantía depende del grado en que aísla al acreedor garantizado de las pretensiones de los otros acreedores del deudor ⁽⁹⁾. Las garantías son medios de *prémunial* acreedor contra los riesgos de insolvencia del deudor ⁽¹⁰⁾. Son instrumentos jurídicos que tienden, con efi-

⁽⁸⁾ Cfr. VALLET DE GOYTISOLO, "Introducción al estudio de la hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento", RDP, 1953, pp. 493 y ss.; p. 507; LACRUZ BERDEJO, *Elementos de derecho civil*, III, 2.º, Barcelona, 1991 [existe nueva edición en Dykinson, Madrid, 2001], p. 293: "Lo que sucede, en último análisis, es que el valor de la cosa no puede separarse de su entidad jurídica para erigirse en objeto, separado y distinto, de estos derechos reales"; GUILARTE ZAPATERO, *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, (Albaladejo dir.), t. XXIII, 2.ª ed., Madrid, 1990, p. 453, indica cómo el objeto directo de aquella es la propia cosa y no su valor, y que, como resulta obvio, la facultad de instar la venta sólo procede a partir del vencimiento de la obligación asegurada"; CRUZ MORENO, *La prenda irregular*, Madrid, 1996, pp. 39-40; GOMMELLINI, "Il pegno e le gestioni patrimoniale", *Riv. Dir. Com.*, 1994, p. 181 ss., p. 188 al hablar de la subrogación real de la garantía defiende: "Il fenomeno surrogatorio si presenta infatti come lo strumento naturale per la realizzazione piena dell'interesse protetto dalla garanzia speciale, individuato appunto nell'interesse al conseguimento del valore economico della cosa, e non della cosa in sé."

⁽⁹⁾ Cfr. JACKSON-KRONMAN, "Secured Financing and Priorities Among Creditors", 88, YLJ, 1979, p. 1143.

⁽¹⁰⁾ MARTY-RAYNAUD-SESTAZ, *Droit Civil. Les sûretés-La publicité Foncière*, 2.ª ed., París, 1987, p. 1: "Les sûretés sont donc le nerf des affaires et, plus savamment dit, un puissant instrument de crédit dont il n'est pas besoin de souligner l'importance".

cacia variable, a que el titular de un crédito a término obtenga satisfacción, directamente si es posible, o al menos por equivalente. Este aislamiento se manifiesta en dos propiedades, de un lado en la recuperación total del crédito por el valor del activo objeto de la garantía, y de otro en la recuperación del crédito al margen del concurso ⁽¹¹⁾.

La garantía actúa desde afuera, acrecentando el valor económico de la obligación al afectar determinados bienes a la satisfacción de aquella ⁽¹²⁾. La garantía *mejora* la calidad del crédito, representa un beneficio patrimonial, al proyectarse sobre un bien su sombra, como si éste se independizase del acervo de bienes de su dueño y constituyera un patrimonio autónomo responsable de una sola deuda ⁽¹³⁾. La garantía provoca una discriminación jurídico-económica entre los acreedores. Paralelamente, las garantías reales reducen el riesgo del crédito porque moderan los *problemas de agencia* existentes evitando con ello la *expropiación del acreedor*. El riesgo de *selección adversa* se minimiza al existir un activo cuyo valor cubre con holgura el importe del crédito, lo que como efecto reflejo provoca la insensibilización del acreedor frente a posibles reticencias del deudor, así como reduce al mismo tiempo los costes del crédito. Frente al *riesgo moral*, el valor de la garantía, en cuanto activo, hace insensible al acreedor frente a un aumento sobrevenido del riesgo ⁽¹⁴⁾. Así las cosas, el acreedor únicamente vigilará el valor del activo entregado en garantía así como su permanente adecuación al importe total del crédito ⁽¹⁵⁾. Finalmente, la garantía real reduce el coste de realización del crédito, al permitir al acreedor ejecu-

(11) Sobre estos extremos en mayor profundidad BERMEJO GUTIÉRREZ, *Créditos y quiebra*, Madrid, 2002, pp. 104 y ss.

(12) Sobre el valor de la garantía, vid. LACRUZ BERDEJO, “La causa en los contratos de garantía”, RCDI, 1981, pp. 709-755, esp. p. 726.

(13) Sobre el particular y siguiendo a VON THUR, vid. LACRUZ, “La causa...”, *cit.*, p. 725: “...su activo patrimonial no se aumenta, pues según su finalidad, el derecho de garantía coincide con el crédito garantizado y junto con éste forma una única partida en el balance patrimonial del acreedor; el beneficio del acreedor consiste en que evita una posible pérdida en caso de insolvencia del deudor”.

(14) Sobre estos extremos véase el excelente estudio de BERMEJO GUTIÉRREZ, *cit.*, pp. 121 y ss.

(15) Esto se conoce como el efecto *screening*; sobre el particular vid. fundamentalmente TRIANTIS, “Secured Debt under Conditions of Imperfect Information”, *J. Legal Stud.*, 21, 1992, p. 225 ss., p. 250, y la reducción del coste de calidad del deudor. Como bien señala BERMEJO, *cit.*, p. 124, en esta línea de crear información de calidad, la oferta de una garantía real pone sobre la mesa un compromiso creíble del deudor de satisfacer su crédito (efecto *bonding*), el cual se basa en el interés del deudor en que no se ejecute la garantía entregada. Vid. SCOTT, “The Truth about Secured Financing”, *Cornell L. Rev.*, vol. 82, 1997, pp. 1436 ss., p. 1451, lo que sin duda induce al deudor a cumplir y comportarse estratégicamente.

tar la garantía en caso de incumplimiento, y realizar así el valor del mismo con independencia de la voluntad del deudor *ex art. 1858 CC* ⁽¹⁶⁾.

Las ventajas de las garantías tanto para el acreedor como para el deudor consisten en la reducción de los costes de información, de control y vigilancia de la actividad del deudor, de transacción, incluso de riesgo de insolvencia —*Ausfallrisiko*—, evitando los efectos externos por medio de la unión de la conducta del deudor y las facilidades de financiación de la empresa o de un particular a través de la posibilidad del reparto de riesgos ⁽¹⁷⁾. Las entidades de crédito —en tanto que acreedores sofisticados— no sólo cuentan con las garantías que se constituyen a su favor, sino que también revisan la situación de ingresos y liquidez de sus clientes. Si las garantías mobiliarias más frecuentes reducen el riesgo de insolvencia y aminoran los costes de información y control, es de esperar que los costes del crédito para el prestatario o deudor y, en particular, los intereses, sean sensiblemente inferiores en mayor o menor medida a un crédito no garantizado ⁽¹⁸⁾. Esto comporta que las primas de riesgo —*Risikoprämien*— que emplean las entidades de crédito sean muy diferentes ⁽¹⁹⁾. En definitiva, se aminoran para el deudor los costes del crédito y se amplía su espacio de juego creditual —*Kreditspielraum*— ⁽²⁰⁾. Las garantías, al reducir los riesgos de insatisfacción

(16) Conforme, LLEBOT, *cit.*, p. 41; BERMEJO, *cit.*, p. 124; SCOTT, *cit.*, p. 1448 y su análisis sobre el *self-enforcing*.

(17) Para la definición de costes de transacción vid. COASE, *The Firm, the Market, and the Law*, Chicago-Londres, 1988, p. 114; en nuestro derecho ALFARO AGUILA-REAL, “Los costes de transacción”, *Estudios jurídicos en homenaje al profesor A. Menéndez*, I, Madrid, 1996, pp. 131 ss.

(18) Los acreedores sofisticados —bancos— están informados de la existencia de garantías y reaccionan o bien aumentando los costes del crédito, o bien, en la medida en que el mercado del crédito sea imperfecto, compartiendo el beneficio del deudor, en tanto que los acreedores que no estén en condiciones de obtener la información son precisamente los menos sofisticados; vid. LLEBOT MAJÓ, *cit.*, p. 37. Para un buen análisis económico del financiamiento garantizado vid. entre otros POSNER, *El análisis económico del Derecho*, México, 1998, p. 376 ss.; SCHWARTZ, “Security interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories”, *J. Legal Studies* (10), 1981, pp. 1-37, especialmente p. 2, nota 7, quien sitúa la eficiencia de la garantía en el óptimo de Pareto-superior, lo que hace que el derecho de garantía reduzca el riesgo de un acreedor garantizado por más que aumenta el riesgo de uno no garantizado.

(19) DÜTTLE, *Ökonomische Analyse dinglicher Sicherheiten*, Karslsruhe, 1986, p. 179, señala cómo para los créditos no garantizados los *Risikoprämien* alcanzan un 3, 5, 10, 15 y hasta un 20% de incremento en los tipos de interés nominales.

(20) DÜTTLE, *cit.*, p. 151; STREULE, *Bankgarantie und Bankbürgschaft*, Zurich, 1987, p. 5 ss., para quien el negocio jurídico con efecto de garantía se concluye porque se condiciona a la *Beteiligten Risiken*. Un riesgo existe en la posibilidad de la entrada de un temor, un perjuicio —o la ausencia de un provecho esperado—, como acontecimiento imprevisto y en la que la realización de los riesgos repercute sobre el patrimonio; SCHILDBACH, “*Sicherheiten versus*

del acreedor, reducen los costes que éste soporta ⁽²¹⁾. Ahora bien, hemos de cuestionarnos hasta qué punto contribuyen las garantías, en nuestro caso mobiliarias, a la reducción de los costes de información y de control ⁽²²⁾. Si las garantías mobiliarias reemplazan plenamente la revisión de la capacidad de solvencia, disminuyendo la intensidad de la supervisión de la situación económica del deudor, entonces sí contribuyen a reducir estos costes. Por el contrario si las garantías sólo pueden desplegarse de forma limitada o de efectos sobre información sustitutivas así como mínimas comprobaciones, la disminución de los costes estará en función de la probable no reducción total del riesgo de insolvencia ⁽²³⁾. De este

par conditio creditorum”, BB, 1983, pp. 2129-2136, esp. p. 2130, alerta con el futuro de los créditos con garantía refluían probablemente en pagos que están sujetos a diferentes riesgos, que podemos sistematizar: a) *Das Technologische Risiko*, b) *Das Informationsrisiko*, c) *Das Risiko aus “moral hazard”*, d) *Das Risiko fälschlicher Insolvenzauslösung*.

(21) Si el precio es igual al coste, cuando el coste disminuye también el precio es inferior, por lo que el beneficio que obtiene el deudor, al asumir el coste de la garantía, consiste en la reducción del precio que tiene que satisfacer al acreedor por el crédito; cfr. SCHWARTZ, “Security interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories”, *cit.*, p. 7; LLEBOT MAJÓ, *cit.*, p. 23.

(22) Cualquier acreedor que concede crédito corre el riesgo de que el deudor, una vez obtenido aquél, desarrolle conductas sustitutivas a aquellas para las que se le concedió crédito. Para reducir este riesgo los acreedores controlan *a priori* a los potenciales deudores pero también después de conceder crédito. Esta actividad de control conlleva costes, y las garantías pueden reducirlos mediante la especialización en el control del deudor por parte de los acreedores. Los acreedores que obtienen una garantía únicamente controlarán la actividad del deudor en relación con la cosa o cosas objeto de la garantía, que son los activos específicos destinados al pago del crédito, desentendiéndose (normalmente) del resto del patrimonio, pero al mismo tiempo el resto de acreedores ordinarios pueden desentenderse del control de las cosas objeto de las garantías que el deudor haya ido otorgando, centrando sus esfuerzos en la actividad del deudor y el resto de su patrimonio. Sobre esta reducción de los costes de control vid. entre otros POSNER, *cit.*, p. 377; BAIRD-JACKSON, *Security Interests in Personal Property, Cases, Problems, and Materials*, 2.^a ed., Mineola-Nueva York, 1987, pp. 324-329; BAIRD-GERTNER-PICKER, *Game Theory and the Law*, Cambridge, 1994, pp. 200-202; SCHWARTZ, “Security interests”, *cit.*, p. 10 ss. realiza un profundo estudio sobre estos *monitoring costs*, los cuales muestran cómo la garantía reduce los costes del acreedor garantizado pero ignora su impacto sobre los *unsecured creditors* y el aumento de costes de control de éstos sobre el patrimonio del deudor. De modo que si un acreedor está garantizado plenamente sólo controlará que la parte de patrimonio que cubre la garantía no se disipa, en cambio no necesita controlar la totalidad de operaciones que el deudor realiza tomando riesgos injustificados. *In Rubin v. United States*, 449 U.S. 424, 101, S. Ct. 698, 66 L. Ed.2d 633 (1981), el tribunal señaló que una prenda de acciones como garantía de un préstamo asume un riesgo equivalente al riesgo que un inversor asume cuando adquiere acciones, vid. PRENDERGAST, “Whether the pledge of capital stock in a commercial loan transaction is the purchase or sale of a security under federal securities laws?”, *Comm. LJ*, 95, 1990, pp. 435 ss., p. 439.

(23) Conforme, DÜTTLE, *cit.*, p. 178 ss., quien además establece una tabla comparativa de tipos de interés nominal entre los créditos no garantizados y la notable reducción de intereses que se cobran en un crédito garantizado, que suele oscilar o alcanzarse una reducción —*Zinssatzreduktion*— en torno a un 6% de *Nominalzinssatzes*.

modo, podemos señalar que el significado económico de las garantías mobiliarias consiste en una importante reducción de los *Ausfallrisiken* y en una parcial facilidad para comprobar la situación económica del deudor. Éste, al ofrecer una garantía mobiliaria, tiene la ventaja de obtener por parte de su acreedor un crédito más barato.

Así las cosas, podemos afirmar que el valor actual de la garantía de un crédito, por ejemplo, un préstamo, es la cifra que los prestamistas estarían dispuestos a pagar por asumir ellos mismos el riesgo de impago en un préstamo equivalente sin garantizar. Es la diferencia entre el valor actual de un préstamo con garantía y su valor actual sin garantía. Una garantía tendrá un alto valor en un préstamo si la posibilidad de impago de la empresa es alta ⁽²⁴⁾. Los acreedores que poseen más información sobre la actividad y conducta del deudor pueden conceder crédito sin garantía; en cambio, aquellos acreedores que no disfrutan de esta ventaja únicamente otorgan crédito si es acompañado de la correspondiente garantía ⁽²⁵⁾.

La íntima unión entre la obligación y el bien que la garantiza es tan intensa que ya cualesquiera actos del deudor o de un tercero no empecerán el éxito de la acción ejecutiva que se emprenda sobre dicho bien ⁽²⁶⁾. De este modo, la sujeción del bien, la facultad de proceder a su venta forzosa y el privilegio de cobro constituyen la esencia y característica común de los derechos reales de garantía ⁽²⁷⁾.

(24) Un préstamo se puede valorar como una opción de venta sobre los activos de la empresa, donde el vencimiento de la opción de venta es igual al vencimiento del préstamo, y su precio de ejercicio es igual a los pagos por intereses y principal a los prestamistas. Sobre el particular vid. BREALEY-MYERS, *Fundamentos de financiación empresarial*, 5.^a ed., Madrid, 1998, p. 483.

(25) Como bien señala POSNER, *cit.*, p. 377, nota 11, al otorgar garantías a un acreedor, una sociedad reduce la tasa de interés que el acreedor demanda, pero también aumenta el riesgo soportado por los demás acreedores, de modo que estos últimos demandarán tasas de interés mayores y el costo total de la deuda de la sociedad no se reducirá. En análogo sentido SCHWARTZ, "Security interest", *cit.*, p. 7-8, ve lógico que todos los acreedores sean informados de que el acreedor garantizado gravará a un tipo de interés más bajo ya que está garantizado, mientras que los *unsecured creditors* gravarán a un tipo de interés más alto puesto que el fondo patrimonial disponible para satisfacer su derecho se ha contraído. Más recientemente se plantea en otros términos LLEBOT MAJÓ (*cit.*, p. 23) la cuestión de si efectivamente las garantías benefician tanto a los acreedores garantizados como a los deudores que asumen los costes, sin perjudicar a los acreedores no garantizados.

(26) MONTEL, voz "garanzia", *Novissimo Digesto italiano* (Azara-Eula dir.), VII, Turín, 1965, pp. 742-750, esp. p. 742.

(27) CRUZ MORENO, *La prenda*, *cit.*, p. 31.

2. El derecho de realización del artículo 1872 del Código Civil

Una de las facultades máximas de las que goza el acreedor pignoraticio una vez vencida la obligación principal si el deudor no satisface la misma es proceder a la venta del objeto dado en prenda —*ius vendendi*—. Es esta una característica común a cualquier especie de prenda, es decir, la facilidad y la rapidez de la realización, con la posibilidad de ser el objeto prendario convertido en dinero mediante la venta forzosa, de modo que el acreedor pueda reembolsarse del importe del crédito más los gastos ⁽²⁸⁾.

Con el incumplimiento de la obligación principal se activan los derechos que atribuye el contrato de prenda al acreedor, pues de lo contrario la convención de garantía no sería más que ilusoria. El derecho de retención cobra en este momento su más intrínseca virtualidad. Este derecho de retención tiene en principio un carácter absoluto y puede oponerlo el acreedor frente a cualquiera que reivindique dicho bien o embargar la cosa pignorada, especialmente frente a cualesquiera otros acreedores del constituyente de la garantía. [Cuestión distinta sería que el reivindicante fuera el verdadero propietario de la prenda, obviamente persona distinta al deudor, o cuando la misma garantía sea constituida sin su consentimiento]. Si bien la prenda cumple a lo largo de su vida una serie de funciones, a saber, medio de coacción para que el deudor pague su débito, medio de garantía para evitar su sustracción, además, cumple la importante función de atribuir al acreedor prendario un derecho de prelación frente a otros acreedores. Y esta preferencia constituye un efecto de la prenda, pues como ya sabemos, en caso de incumplimiento de la obligación garantizada se activa ese derecho de satisfacción con preferencia *erga omnes*. Un acreedor que va a monopolizar en definitiva la ejecución o venta de esos bienes para con su valor obtener satisfacción a su crédito. De este modo y siendo el crédito pignoraticio privilegiado, éste goza de prelación sobre los demás créditos que pueda tener contraídos el constituyente de la garantía y hasta donde alcance el valor de los bienes dados en prenda (art. 1926.1 CC) ⁽²⁹⁾.

El acreedor impagado va a gozar de un abanico de posibilidades, pequeño, pero eficaz (tenemos en cuenta que el propio artículo 1872 CC señala *podrá proceder*), en principio elegibles a su arbitrio, para lograr forzosamente una obligación que debería haberse cumplido de acuerdo a lo pactado. Es esta una de

(28) En este sentido MESSINEO, *Operaciones de Banca y Bolsa*, Barcelona, 1957, p. 349, quien además precisa que si fuese de otro modo, el contrato quedaría huérfano de la posibilidad de una liquidación fácil que busca toda operación de banca de crédito ordinario, según los conocidos cánones de política bancaria.

(29) Si se produce la concurrencia con otros acreedores pignoraticios, será preferido el primero que haya constituido la prenda (art. 1926.2 CC).

las ventajas más apreciables que la garantía real proporciona al acreedor pignoraticio y que se traduce en la facultad de actuar — *ius distrahendi* — a través de un procedimiento ejecutivo que no busca otra cosa que la realización coactiva de los bienes garantizados. La afección de bienes que se logra constituyendo una garantía real crea un derecho de realización del valor de los bienes para que el acreedor pueda enajenarlos y con el producto de la venta proceder a la liquidación de su posición acreedora. Este *ius vendendie* es el rasgo más característico de estos derechos reales de garantía, pudiendo realizarse a través de varios procedimientos, interesándonos ahora el procedimiento del artículo 1872 CC (obviamente el acreedor podrá instar el procedimiento ejecutivo ordinario del art. 517 LEC y el procedimiento especial previsto en el art. 681 y ss. LEC):

Un procedimiento convencional en el cual el constituyente de la prenda y el acreedor pactan, en el contrato constitutivo del crédito garantizado, un procedimiento determinado y con carácter extrajudicial para la enajenación del objeto de la garantía, siempre, claro está, que no exista obligación de acudir a una venta por procedimientos estrictamente regulados. La base de este procedimiento es el principio de la autonomía de la voluntad consagrado en la norma civil (art. 1255 CC). La razón no es otra que la necesidad de actuar con rapidez en la enajenación o venta a fin de entorpecer en el deudor posibles inteligencias defraudatorias como el alzamiento de sus bienes. Pero esta posibilidad nos significa una carta blanca al acreedor pignoraticio, sino más bien una libertad convencional rodeada de ciertos límites, cautelas y garantías, que impidan una posición preponderante o de supremacía en éste que pueda generar una violación del tan deseado equilibrio contractual de las partes. Normalmente este procedimiento de ejecución convencional tan sólo designa un fedatario público (corredor de comercio o notario) que actuaría como un testigo cualificado, para proceder a la realización y venta de los bienes dados en garantía, siendo las normas del procedimiento de venta las desarrolladas por el régimen aplicable para cada uno de los fedatarios, en especial el Reglamento Notarial⁽³⁰⁾.

(30) Ya VALVERDE, *Tratado del Derecho civil español*, II, 4.ª ed., Valladolid, 1936, p. 547, manifestaba: “el código al admitir un procedimiento extrajudicial merece plácemes, ya que esto es una consecuencia del progreso jurídico, es muy conveniente para facilitar los préstamos y es resultado de la experiencia, puesto que no existe peligro alguno allí donde se ha establecido la venta privada”. La nueva ley de derechos reales de garantía de Cataluña, de 5 de julio de 2002, se ocupa en el artículo 19 de la realización del valor de las cosas pignoradas, la cual parte en primer lugar de la posibilidad de que las partes acuerden que la cosa dada en prenda sea vendida directamente por cualquiera de ellas o mediante una tercera. A su vez, a falta de acuerdo para la venta directa, el acreedor pignoraticio puede proceder a la enajenación de la cosa por subasta pública notarial, que a) salvo pacto en contra, debe tener lugar en cualquier notaría del domicilio de la persona deudora, si está en Cataluña, a elección del acreedor, o, si no hay ninguna notaría demarcada, en cualquiera de las de la cabecera del

Es significativo que el régimen establecido por el artículo 1872 CC se caracterice por un especial procedimiento extrajudicial para cuya instanciación se precisa pacto expreso de las partes, a diferencia de lo que ocurre con el procedimiento extrajudicial ideado para la hipoteca inmobiliaria —arts. 129.II LH y 234.1 RH—, ni tampoco siquiera, como ocurre con la hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento, pueda suspenderse la ejecución por no entregar el deudor la posesión de los bienes. El derecho de realización de valor que establece el art. 1872 CC es una consecuencia y a la vez un complemento de la prohibición legal del pacto comisorio en cuya virtud se impide que el acreedor se quede con la cosa entregada en prenda si el deudor incumple ⁽³¹⁾. La facultad existente en el acreedor prendario de enajenar la cosa empeñada ha sido el resultado de una lenta elaboración, que comenzó con la incorporación al contrato de prenda del pacto de *vendendo* y concluyó por ser requisito *sine qua non* del convenio de garantía ⁽³²⁾. La facultad de enajenar deriva única y específicamente del derecho real que ostenta el acreedor prendario. El acreedor ostenta una doble titularidad en sus derechos subjetivos. De una parte es titular de un derecho de crédito que se mueve en el terreno de las obligaciones, pero además, es titular de un derecho real de prenda del que deriva la *actio in rem*. Del crédito surge una acción personal con una garantía genérica constituida por la totalidad del patrimonio del deudor, pero sin afectación específica alguna; de la prenda surge una acción real consistente en la facultad que asiste al acreedor de promover y obtener la venta de la cosa, cuando la obligación es vencida y no satisfecha. Y si bien ambas titularidades o facultades están claramente diferenciadas, la prenda por su carácter accesorio y subordinado no funciona con autonomía, de modo que el *ius distrahendi*, o acción real de conversión de los bienes muebles pignoralados en metálico, no puede entrar en juego sino a partir del incumplimiento de la obligación principal ⁽³³⁾. Así pues se hace absolutamente

correspondiente distrito notarial. De lo contrario, la subasta debe hacerse en cualquier notaría de las de la cabecera del distrito notarial donde se halle la cosa objeto de prenda. Advierte asimismo la Ley como en los casos de pignoración de participaciones sociales o acciones normativas, el notario o notaría de oficio debe notificar a la sociedad el inicio del proceso.

(31) Pacífico en nuestra doctrina, entre otros vid. SERRANO ALONSO, artículo 1872, *Comentario del Código Civil*, Ministerio de Justicia, II, [PAZ-ARES/DIEZ-PICAZO/BERCOVITZ/SALVADOR CODERCH (Dir.)], Madrid, 1991, pp. 1891.

(32) Una buena síntesis sobre la evolución del pacto de *vendendo* en el contrato de prenda en SCAEVOLA, *Código Civil*, XXIX, Madrid, 1955, pp. 393-394.

(33) Cfr. SCAEVOLA, *cit.*, p. 394, quien además defiende la existencia de una *conditio iuris*, un presupuesto, y como tal, previo, para que funcione el mecanismo ejecutivo o disparador del derecho real contemplado, y no la existencia de una condición pactada para que el derecho del acreedor como titular de una *actio in rem* tenga virtualidad.

necesario el incumplimiento de la obligación para la activación del artículo 1872 CC.

Este precepto encierra dentro de sí un procedimiento de ejecución de garantías pignoratias genérico, y que como tal es operativo en el ámbito de las prendas comunes, esto es, con exclusión de la ejecución de la prenda sin posesión y la prenda de valores cotizables, que gozan de una específica forma de ejecución.

El artículo 1872 CC no es un precepto de derecho necesario en el sentido de que al acreedor no le quepa más medio de ejecución que el allí contemplado⁽³⁴⁾. Es una facultad que le asiste al acreedor, pero en ningún caso una obligación y, como todos los derechos, renunciable, con lo que a tenor del artículo 4 del Código Civil no hay dificultad alguna en que el acreedor acuda directamente al procedimiento judicial⁽³⁵⁾. Pero si bien no es un procedimiento necesario y único, de lo que no cabe duda es de que elegida esta forma de ejecución sus trámites o requisitos para realizar la ejecución son insoslayables y han de cumplirse, porque aunque precepto de derecho civil, tiene un carácter acusadamente *público*, lo que implica una serie de garantías de las que no se puede prescindir, siendo en este sentido de derecho necesario.

La enajenación en pública subasta supone notoriedad y publicidad suficiente en la enajenación. El procedimiento de ejecución ante notario procede en todo caso en pública subasta citando al deudor, o si la prenda fue dada por tercero también al propietario del objeto gravado. Una vez demostrada la validez y consiguiente vencimiento de la obligación garantizada se iniciarán los trámites de ejecución, siendo la observancia de los mismos de estricta obligación, de suerte que la supresión de alguno determinará la nulidad de la venta operada⁽³⁶⁾. Para el acreedor será irrelevante tener en su poder en ese momento la posesión de la cosa. Lo importante es que el acreedor esté facultado para

(34) Critica acertadamente FINEZ RATÓN, "Prenda de acciones no cotizables. Ejecución extrajudicial de la garantía. Comentario a la STS 21 de Noviembre 2000", CCJC, 56, abril-septiembre 2001, pp. 539 ss., p. 549, el hecho de que ciertos autores asuman la tesis de la imperatividad del art. 1872 CC. En otro sentido cómo mantener entonces mecanismos o pactos con finalidad extintiva de la obligación garantizada, o mecanismos indirectos de ejecución como cesiones *pro soluto* o *pro solvendo*.

(35) Entre otros, SANTOS BRIZ, *Derecho civil. Derecho de cosas*, II, Madrid, 1972, p. 663, quien defiende el carácter de facultad y no de obligación para el acreedor, por lo que le otorga la facultad de prescindir de este procedimiento de enajenación y acudir a la intervención judicial.

(36) Así, GUILARTE, *Comentarios al Código Civil y compilaciones forales*, XXIII, cit., p. 562.

incoar la venta en cualquier caso, siempre que la prenda se constituyese de conformidad con los dictados de la ley ⁽³⁷⁾.

El art. 1872 CC sí es concluyente a la hora de determinar que la enajenación habrá de sustanciarse a través de subasta pública, con lo que son admisibles licitadores, lo que en principio supone que la venta será al mejor postor, no existiendo inconveniente para admitir la posibilidad de que se licita la concurrencia del acreedor. Tampoco hace referencia al deber de consignación de alguna cantidad para tomar parte en la licitación. Y si la hubiere en su caso, si estaría o no exonerado de la misma el acreedor pignoraticio. Se elude también toda referencia sobre la posibilidad de hacer posturas por escrito en pliego cerrado, acompañadas del preceptivo justificante del depósito previo.

Una polémica interesante, consecuencia de la comunicación, deriva de la posibilidad de excepcionar por parte del deudor al acreedor pignoraticio, situación que puede provocar la suspensión del procedimiento instado.

Son pues tres las vías o alternativas que puede adoptar el deudor, o bien tras la comunicación se aviene al pago, o bien no hace nada y espera a la ejecución, o bien se opone judicialmente a la ejecución. De este modo, este procedimiento, en principio ventajas o por rapidez, puede llegar a convertirse en una pesada rémora.

Podrán oponer excepciones tanto el deudor propietario como el tercero dador de la garantía, incluso ambos; es más, también debe admitirse la posibilidad de que el excepcionante sea el propietario que ni es deudor ni es tercero dador del objeto prendario, y que intentará demostrar su derecho iniciando una acción reivindicatoria sobre el objeto de la prenda que paralice la ejecución ⁽³⁸⁾. El propietario — *versus dominus* — del objeto entregado en prenda podrá oponer además cualquier excepción relativa a la prenda y, con relación al crédito garantizado, si hubiere existido alguna causa de extinción del mismo, o si éste viniera afectado de nulidad. Mas, ¿cuándo se oponen las excepciones, antes del inicio de la subasta, o incluso mientras se sustancie ésta ante el notario? Cuestión irresuel-

(37) Para GUILARTE, *Comentarios, cit.*, p. 560, la cuestión debe resolverse en función de cómo se entienda el deber de restituir que incumbe a tercero. Es claro que, cumplida la obligación, habrá de restituir la cosa al pignorante, pero puede entregarla al acreedor cuando éste le requiera para ello o mantener la posesión de la misma hasta su entrega al adjudicatario como consecuencia de la enajenación.

(38) Una postura análoga es defendida por MIRALLES, *cit.*, p. 338, si bien para esta autora el lapso de tiempo en que procede la posibilidad de excepcionar es irrefutable, antes de iniciar la subasta, y por tanto, sólo cabe formular oposición en cualquier momento anterior a proceder a la misma.

ta en nuestro ordenamiento ⁽³⁹⁾. Si el deudor tiene la posibilidad de paralizar el proceso lo hará, unas veces con fundamento en aras de la protección de sus propios intereses, y otras, no pocas, la práctica diaria enseña que se llevará a cabo simplemente por entorpecer al acreedor prendario a la hora de la ejecución.

El art. 1872 CC silencia quizás respecto al procedimiento extrajudicial demasiadas fases o procedimientos, lo cual puede conducir a cierta inseguridad en la ejecución por parte del deudor o tercero ejecutado. Se omiten cuestiones tan relevantes como la relativa a la liquidez del derecho del crédito exigido, la valoración de esos bienes dados en garantía [¿cómo y por quién se procede a esa valoración económica?], el Notario competente para dirigir y llevar la subasta, el alcance de la publicidad que se debe dar a la misma, el plazo que debe transcurrir entre el anuncio y la celebración, la tasación y las formalidades de la licitación y adjudicación, la puja y la realización de las posturas mínimas, etc. ⁽⁴⁰⁾. Lo idóneo para que este proceso sea efectivo pasa por sentar las bases de un procedimiento de realización de la garantía que salvaguarde los derechos del deudor, sea rápido y no costoso, eficaz para no malbaratar el objeto de la garantía y que, en definitiva, proteja los legítimos intereses del acreedor garantizado ⁽⁴¹⁾.

Así las cosas sólo cabe una pregunta, ¿esta **aparente laguna** que existe en el art. 1872 CC se puede calificar como tal, o simplemente se trata de una **omisión deliberada** del legislador y por consiguiente no cabe la aplicación de la analogía? Ya hemos señalado cuál era el sentido y la justificación que tiene el art. 1872 CC en cuanto atribuye al acreedor pignoraticio una modalidad específica y singular de ejercicio del *ius distrahendi* (art. 1858 CC) que complementa la prohibición de apropiación de la prenda, por lo que sólo así se comprende la moderación del legislador a la hora de establecer los requisitos de los que hace depender la legitimidad de esta forma de realización de los bienes dados en prenda, garantizando a la vez la rapidez de la enajenación y el derecho del deudor a que de ella no se obtenga un valor inferior al que verdaderamente tienen los bienes pignorados. Y este derecho sólo se obtiene estableciendo un procedimiento desembarazado de formalidades pero condicionado por la obligatoria citación del deudor y del dueño de la prenda, por la libre participación de

⁽³⁹⁾ GORLA, *cit.*, p. 105, escribe: “Quando l’opposizione, proposta prima della scadenza del termine, ad esempio, primo giorno, venga rigettata, il creditore può procedere subito alla vendita e il debitore non può pretendere di aver altri quattro giorni per fare il pagamento.”

⁽⁴⁰⁾ Así, entre otros, SERRANO ALONSO, *cit.*, p. 1891; ALBACAR LÓPEZ/SANTOS BRIZ, *Código civil, doctrina y jurisprudencia*, VI, Madrid, 1993, p. 764.

⁽⁴¹⁾ ROJO AJURIA, “La unificación del derecho de garantías reales mobiliarias. La experiencia del derecho comparado”, *Tratado de garantías en la contratación mercantil* (Nieto Carol coord.), II-1, Madrid, 1996, p. 72.

posibles adquirentes (subasta pública) y por el control del Notario ⁽⁴²⁾. Tal simplificación constituye la contrapartida del carácter absoluto de la prohibición de apropiarse de la prenda que, conforme al art. 1859 CC, pesa sobre el acreedor garantizado. El Código, al permitir de este modo la realización de la prenda mediante su enajenación en subasta pública ante Notario y sin necesidad de pacto previo, pone al servicio del acreedor la ausencia de los derechos de garantía, cobrar el crédito sin la colaboración del deudor, mediante la realización del valor de la cosa gravada, procurando por acto propio la cantidad que le corresponde ⁽⁴³⁾.

II. EL PLAZO ENTRE EL ANUNCIO DE LA SUBASTA Y EL COMIENZO DE LA MISMA

Tras la preceptiva acta de comunicación del hecho de la subasta a las partes, deudor, propietario de la cosa gravada, otros acreedores prendarios, comenzará la subasta ⁽⁴⁴⁾. El artículo 1872 CC no exige, como requisito para la realización de la prenda, el previo requerimiento de pago al deudor, sino que considera suficiente la mera citación del deudor y del dueño de la prenda, esto

(42) La ahora casada Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 20 de enero de 1997 (Sección 13.ª) (vid. STS de 21 de noviembre de 2000), subsume en la intención deliberada de simplificación de los trámites de la ejecución notarial de la prenda la ausencia de previsión en el mismo de las exigencias que se establecen para los otros procedimientos de ejecución (requerimiento al deudor, plazo que debe mediar entre el anuncio de la subasta y su realización, avalúo previo de los bienes, posturas mínimas). Tal simplificación constituye la contrapartida del carácter absoluto de la prohibición de apropiarse de la prenda que, conforme al art. 1859 CC, pesa sobre el acreedor garantizado; CALVO GUTIÉRREZ aporta un formulario sobre "Contrato de compraventa sin entrega y prenda de acciones", RdS, 14, 2000, pp. 393-407, en la cláusula novena, p. 403, a la hora de pactar la ejecución añade "*como complemento del artículo 1872 CC, los otorgantes acuerdan lo siguiente*" (entre otros extremos acuerdan domiciliación de la citación, anuncio de la subasta por término de diez días en Boletín Oficial Comunidad de Madrid, la cuantía del depósito necesario para acudir a la subasta, los tipos que han de regir para cada una de las subastas, etc.), lo cual constituye una buena muestra de la permeabilidad de este procedimiento extrajudicial en la práctica.

(43) Cfr. MAGARIÑOS BLANCO, "El procedimiento extrajudicial de realización de la hipoteca. Su viabilidad", RCDI, 1997, n.º 641, p. 1255, si bien este artículo se publicó con anterioridad en la RDP de 1993; reproducen los argumentos del anterior en la publicación de 1993 DÍAZ FRAILE/DE LA PUENTE ALFARO, "El procedimiento extrajudicial de ejecución hipotecaria", RCDI, 1996, n.º 635, pp. 1340-1341. Más recientemente DÍAZ FRAILE, *Ejecución judicial sobre bienes hipotecados*, Madrid, 2000, pp. 85-100, se ocupa en extenso sobre la constitucionalidad del procedimiento extrajudicial.

(44) En los antecedentes de hecho de la sentencia de 21 de noviembre de 2000 al acreedor le era atribuido por pacto convencional la facultad de enajenar la prenda directamente sin acudir al procedimiento de ejecución; MESSINEO, *Operaciones*, cit., p. 380 llega más lejos y mantiene que el *ius distrahendi* puede ser ejercitado sin necesidad de notificación, cuando proceda por incumplimiento por parte del beneficiado de la obligación de restituir la suma al vencimiento del contrato, o de prestar el suplemento de garantía.

es, la simple notificación a los mismos del hecho de la subasta a los efectos de posibilitar su presencia en ella. La ley no exige respecto a la ejecución extrajudicial de la garantía la intimación del deudor. Es práctica frecuente que ésta se efectúe por el Notario a instancia del acreedor prendario como actuación previa a la celebración de la subasta pública notarial. Deberá procederse a un anuncio público del lugar y fecha de celebración de la subasta, con indicación de los bienes objeto de la enajenación y si se admite o no la presencia en la misma de licitadores extraños ⁽⁴⁵⁾. No se especifica si el anuncio se publicará en un diario oficial, en un periódico diario de difusión en la localidad o en la provincia, ni su inserción en el tablón de anuncios del Juzgado o del Ayuntamiento. Lo que el artículo 1872 CC ni establece ni regula es un plazo de tiempo entre la notificación y el inicio de la subasta, para que el deudor comparezca y pueda efectuar un presumible pago. La cuestión no es otra que dirimir si ese acto de puesta en conocimiento al deudor es una simple notificación o es algo más, una intimación, que lleva insita una última oportunidad de pagar antes de proceder a la venta pública del bien ⁽⁴⁶⁾.

No puede ignorarse que ambas partes son conocedoras de su situación, y si el deudor está decidido al pago lo hará, improbable cuando no lo ha hecho ya, pero factible ante la notificación, o no hará nada, y esperará a que proceda la subasta. Por parte del acreedor, que es quien insta el procedimiento, seguirá adelante salvo que desista del mismo y conceda por ejemplo una prórroga. Y

(45) La nueva Ley de Enjuiciamiento Civil prevé para la ejecución judicial de bienes pignorados artículos específicos, así el art. 694 dispuesto para la realización de los bienes pignorados prevé que cuando estos bienes no fueren de aquéllos a que se refiere el art. 635 (acciones y otras formas de participación social) para el procedimiento de apremio, la subasta se anunciará conforme a lo dispuesto por el art. 645, siendo además el valor de los bienes para la subasta el fijado en la escritura o en la póliza constitutiva de la prenda y en su defecto, el importe total de la reclamación por principal, intereses y costas. El art. 635 LEC por su parte distingue en el procedimiento de apremio entre acciones que cotizan y las que no; así, en las primeras, las acciones, obligaciones y otros valores admitidos a negociación en un mercado secundario, se ordenará que se enajenen con arreglo a las leyes que rigen estos mercados. Por contra si lo embargado fueran acciones o participaciones societarias de cualquier clase, que no coticen en Bolsa, la realización se hará atendiendo a las disposiciones estatutarias y legales sobre enajenación de acciones o participaciones y, en especial, a los derechos de adquisición preferente. A falta de disposiciones especiales, la realización se hará a través de notario o corredor de comercio colegiado. Vid. entre otros ORTELLS RAMOS, *Derecho procesal civil*, 2.ª ed., Elcano, 2001, pp. 862 y ss., esp. p. 888.

(46) Para MIRALLES GONZÁLEZ, *cit.*, p. 338, a falta de límites, la liberación podrá efectuarse en cualquier momento antes del remate, pagando principal y costas. Después será irrevocable; en otros ordenamientos se preceptúa la obligación de la intimación o conminación al pago, así el § 1234.1 BGB, el art. 2792 Codice (“Se entro cinque giorni dall’intimazione non é proposta opposizione...”), o el 93.I del Código de comercio francés.

aunque en puridad el artículo nada dice, ¿qué impide al notario conminar al deudor al pago, o sugerir la conveniencia de hacerlo? ⁽⁴⁷⁾.

Si importa determinar si existe o no un plazo entre esa comunicación y el comienzo de la subasta, así como saber cuál es ese plazo ⁽⁴⁸⁾. En el art. 1872 CC no se especifica el tiempo que ha de transcurrir entre el anuncio de la subasta y su realización. En ocasiones se ha aludido a la existencia de un principio general, si bien difuso, que obligaría a indicar con alguna antelación toda clase de subastas públicas. Ante este silencio, y ante esta aparente laguna a juicio del Ponente de la ya citada y estudiada Sentencia del Tribunal Supremo de 21 de noviembre de 2000 (RJ9312), en el Fundamento Tercero, carga las tintas en un *indudable vacío legal* ⁽⁴⁹⁾, y se acude a procedimientos analógicos invocando

(47) En este sentido ÁVILA NAVARRO, *cit.*, III, p. 328 ss., quien sugiere el enorme grado de libertad de que dispone el notario en lo tocante a decidir el procedimiento a emplear.

(48) Así, SALINAS, *El régimen jurídico de la prenda de valores negociables*, Valencia, 1996, p. 384, propone un lapso de tiempo suficiente para permitir la reacción de éstos, considera idóneo el mínimo de cinco días hábiles y máximo de 15 que establece el art. 14.4 de la Ley catalana de Garantías Posesorias; MIRALLES, *cit.*, p. 339 propone como solución factible aplicar en materia de plazo al igual que en otras en lo concerniente al plazo, la analogía de la ejecución hipotecaria, que en su art. 235 RH señala un plazo de tiempo desde el requerimiento al inicio de la subasta de treinta días (*el artículo de esta autora fue escrito antes de la modificación de 1992*); en otros ordenamientos, el alemán el § 1234 BGB, que tras la preceptiva conminación al propietario con la venta de antemano y señalar en ello la suma de dinero en cuya virtud debe tener lugar la venta, señala en el p. 2: “La venta no puede realizarse antes del transcurso de un mes después de la conminación. Si la conminación es irrealizable, se computará el mes desde la producción de la autorización de venta.”; el código de comercio francés en su art. 93 preceptúa ocho días, y el Codice italiano en su art. 2797 cinco; FASQUELLE, “Le nantissement des valeurs mobilières”, RTDC, 1995, p. 1-37, p. 30, tras señalar que para el caso de prenda comercial no se precisa para la realización de la prenda la autorización judicial que preceptúa el art. 2078 CC, dice: “L’article 93 du code de commerce autorise en effet le créancier a mettre directement le débiteur ou le tiers bailleur du gage en demeure de payer dans les huit jours.”. La reciente Ley de derechos reales de garantía de Cataluña (Ley 19/2002, 5 de julio) que modifica parcialmente y parte a su vez de la Ley 22/1991, de 29 de noviembre, de Garantías Posesorias sobre Cosa Mueble, establece en el artículo 19.b) que la subasta debe anunciarse, con un mínimo de cinco días y un máximo de quince con respecto a la fecha de la misma, en uno de los períodos de más circulación en la localidad donde deba realizarse y en el “Diari Oficial de la Generalitat de Catalunya”.

(49) F.D. Tercero: “...Establecido en el art. 1872 del Código Civil la subasta pública, ‘precisamente’ dice el texto legal lo que excluye cualquier otro medio, para llevar a cabo la enajenación de los bienes dados en prenda ante el impago por el deudor de la obligación asegurada con ella, ni este texto legal ni ningún otro establece, aparte de la obligada citación del deudor y del dueño de la prenda en su caso, los requisitos a que ha de ajustarse la subasta pública a celebrar ante el Notario, por lo que es indudable que nos encontramos ante un *vacío legal para llenar el cual habrá de acudir a aquellas normas que regulan la celebración de subastas públicas en procesos ejecutivos, judiciales o extrajudiciales, que permitan establecer unos criterios objetivos aplicables al caso no regulado del art. 1872 del Código Civil...*”

los preceptos que para las subastas notariales se contienen en el Reglamento Hipotecario (arts. 234 ss.) así como los preceptos de la LEC que regulan el procedimiento de apremio de bienes inmuebles (art. 1488) ⁽⁵⁰⁾. Esto es lo mismo que cuestionarnos hasta qué punto se debe ofrecer la posibilidad a todos aquellos interesados en concurrir a la subasta, lo cual exige un mínimo tiempo para que puedan examinar la oferta, estudiar el precio a ofrecer y conseguir los medios necesarios de financiación. Entonces ¿es adecuada en este caso la utilización de alguna forma de razonamiento analógico?, y si lo es, ¿hasta dónde se puede apreciar identidad de razón entre el art. 1872 CC y los supuestos que se regulan en el Reglamento Hipotecario y en la LEC? En el primer supuesto nos encontramos ante un procedimiento extrajudicial voluntario encaminado a la realización del valor de los bienes muebles dados en prenda; en cambio en los otros dos supuestos se trata de procedimientos de enajenación (extrajudicial y voluntario, en un caso; judicial y forzoso, en otro) de bienes inmuebles hipotecados o embargados, con lo que en principio es inaplicable la *analogia legis* invocada por el recurrente por no poder apreciarse identidad de razón entre los supuestos. La *analogia legis* consiste en aplicarla a un supuesto de hecho producido en la realidad que no coincide con el descrito en la norma, aunque exista entre ambos una relación de semejanza ⁽⁵¹⁾. La identidad de razón no se predica de los supuestos de hecho sino de la consecuencia jurídica ⁽⁵²⁾. Por lo que el plazo de veinte días que determinan el RH, art. 236.f), 2, o el art. 1495 de la vieja LEC, no puede extenderse, por consideraciones de identidad, al supuesto de enajenación notarial de bienes muebles pignorados ⁽⁵³⁾. En un caso estamos ante bienes de naturaleza inmueble y, en el caso del procedimiento de apremio, el plazo viene determinado en función de la singularidad de la posición del acreedor pignoraticio respecto del acreedor común. Por otra parte, este silencio del art. 1872 CC no es único en nuestro ordenamiento privado, pues existen otras normas que excluyen toda exigencia o requisito en cuanto a la forma en

⁽⁵⁰⁾ Este es el punto de vista también de CARRASCO PERERA/CORDERO LOBATO/MARÍN LÓPEZ, *Tratado de los Derechos de Garantía*, Elcano, 2002, p. 850, quienes defienden los postulados de la STS de 21 de noviembre de 2000.

⁽⁵¹⁾ Vid. entre otros COCA PAYERAS, voz “analogía (derecho civil)”, EJB, I, Madrid, 1995, pp. 451 ss., esp. p. 452.

⁽⁵²⁾ Dice la Sentencia comentada nuevamente en su F.J. Tercero: “...se condiciona así la aplicación del método analógico a la existencia de una verdadera laguna legal y a la similitud jurídica esencial entre el caso que se pretende resolver y el ya regulado...”, mas a nuestro juicio no apreciamos esa identidad de razón en los procedimientos regulados en el RH y la LEC y el art. 1872.

⁽⁵³⁾ No parece compartir esta opinión el reciente comentario a esta sentencia de MARTÍNEZ ESCRIBANO, “Nulidad de subasta notarial para la venta de acciones de sociedad anónima”, RDBB, 83, 2001, pp. 209 ss., p. 220.

que debe hacerse la publicidad de la subasta o el tiempo que debe mediar entre el anuncio y el acto de enajenación (supuestos de procedimiento extrajudicial de realización de la prenda sin desplazamiento de la posesión, art. 94 LHMPSD) ⁽⁵⁴⁾. Así, es evidente que la concesión al acreedor garantizado con la prenda de una facultad de ejecución extrajudicial específica del bien pignorado lo ha de colocar en una situación distinta y mejor de la que tendría mediante el recurso a la ejecución judicial forzosa (genérica) de la obligación de su deudor.

Tampoco creemos oportuno invocar la *analogia iuris* como hace la sentencia del Supremo. Huelga señalar que la *analogia iuris* constituye el procedimiento de obtención de los principios generales del derecho y en la que el juez o intérprete va de lo particular a lo general para finalmente aplicar el principio a lo particular. Sería muy etéreo afirmar un difuso principio general que obligue a anunciar o a hacer públicas toda clase de subastas, principio que cabría inferirse de ciertas normas que regulan los procedimientos de ejecución forzosa de bienes embargados como eran los artículos 1488 y 1495 de la vieja LEC ⁽⁵⁵⁾.

Por el camino nos olvidamos que en nuestro ordenamiento existen otras normas singulares de ejecución forzosa en las que ni siquiera se considera necesario que la enajenación se haga en pública subasta, como sucede en ciertos casos de ejecución de valores no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. Y no sólo esto, el artículo 1872 tampoco es el único artículo que omite toda exigencia o requisito en cuanto a la forma en que se debe hacer la publicidad de la subasta o el tiempo que ha de mediar entre el anuncio y la celebración, baste leer el art. 94 *in fine* de la Ley de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento de la Posesión relativo a la ejecución extrajudicial y en la que se contiene una expresa remisión al precepto del Código Civil, lo cual nos hace pensar que *esta remisión no es caprichosa sino deliberada*, con lo que la omisión es consciente por parte del legislador y responde a una intención de

(54) Como bien señala la sentencia ahora casada AP Madrid, 20 enero 1997, no se trataría aquí de negligencia o descuido del legislador, sino de una deliberada voluntad de minimización de los requisitos a que ha de quedar sometida la ejecución extrajudicial de la prenda. Así lo prueba el hecho de que en esa misma Ley, al establecerse el régimen de la ejecución extrajudicial de la hipoteca mobiliaria, se prevea, por el contrario, un procedimiento con requisitos de publicidad muy exigentes, entre los que se incluye el anuncio de la subasta, con antelación no menor a diez días respecto a su celebración, en el tablón de anuncios del Ayuntamiento en que se hubieren situado los bienes, en uno de los periódicos diarios de mayor circulación de la localidad, y hasta en el BOE si el valor del bien hipotecado superase las 250.000 pesetas (art. 87 LHMPSD).

(55) De la vulneración del principio fundamental de publicidad de las subastas se pronuncia MARTÍNEZ ESCRIBANO, *cit.*, p. 212, por lo que se atentaría entonces contra los principios informadores del derecho real de prenda obteniendo un resultado que nuestro ordenamiento prohíbe, y que equivale en la práctica a un pacto comisorio.

simplificar los trámites de la ejecución notarial de la prenda y por ello no existe una laguna legal que deba ser cubierta mediante el recurso a la analogía. Lo llamativo del caso en la STS de 21 de noviembre de 2000, la brevedad entre la publicación de la subasta y su práctica material (25 horas), y el lugar y ubicación de la efectiva publicación que anunciaba la subasta (diario deportivo MARCA, domingo 23 de julio de 1992) quizás no el más idóneo dado su contenido de información exclusivamente deportiva, pero que por otra parte es el diario más leído en nuestro país, provoca sin duda que salten las cautelas o al menos las dudas de si este proceder ha sido el más adecuado o no, y si es usual que en la práctica —el acreedor prendario BANESTO— acuda siempre que sea acreedor a publicar el anuncio de subastas en este tipo de diario o no. Mas lo cierto es que, con la ley en la mano, la regularidad formal que preceptúa el art. 1872 CC ha sido cumplida y, si los requisitos de los que la ley hace depender la validez del procedimiento de realización de la prenda se han hecho valer, por esta causa no se puede determinar la irregularidad y por tanto la nulidad de la ejecución notarial ⁽⁵⁶⁾.

Quizás, y guiándonos por el sentido común y sobre todo para que estas situaciones que, aunque legales, pueden llegar a ser muy cuestionables, no se vuelvan a producir —pues lo cierto es que si el anuncio se hace público un domingo y la subasta es lunes, la capacidad de reacción de posibles licitadores terceros se merma no ya sólo físicamente sino también económicamente al impedir una deseable y mayor concurrencia—, sería conveniente una reflexión en torno a la posibilidad de exigir acotar unos plazos mínimos y máximos entre el anuncio y la realización de la subasta como así hace, por ejemplo, la ley catalana 22/1991, de 29 de noviembre, de garantías posesorias sobre cosas muebles, la cual en su art. 14.4 establece un mínimo de cinco días hábiles y máximo de 15 ⁽⁵⁷⁾.

Siendo clara la configuración de esta facultad —*ius distrahendi*— como poder autónomo del acreedor, es obvio que si el procedimiento resulta infruc-

(56) Los anuncios de la subasta constituyen un instrumento para materializar la *provocatio ad offerendum*, abriendo la posibilidad a la presentación de ofertas o posturas o; un amplio estudio sobre la subasta, si bien para bienes hipotecados, pero actualizado a la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil, en DÍAZ FRAILE, *Ejecución judicial sobre bienes hipotecados*, cit., p. 417 ss.

(57) En otros ordenamientos los plazos varían y van desde el mes que establece el parágrafo 1234 BGB, pasando por los ocho días del art. 93 del Código de Comercio francés, hasta los cinco del art. 2797 del Codice; en nuestra nueva LEC, en todos los supuestos de subastas los medios de difusión que se utilizarán serán los contenidos en el art. 645 (en la sede del tribunal y lugares públicos de costumbre), y de acuerdo con la aplicación analógica del artículo 667 deberá mediar en todo caso un plazo de 20 días entre la publicación del anuncio y la celebración de la subasta; CARRASCO/CORDERO/MARÍN, cit., p. 850, se decantan por aplicar el plazo del art. 87 de la LHMPD para la ejecución extrajudicial de la hipoteca mobiliaria.

tuoso en orden a la enajenación podrá instar el acreedor su acción o poder en otra vía ⁽⁵⁸⁾. Esta facultad le lleva a que sea él quien entregue la cosa para consumir la enajenación, pues como acreedor lo normal es que sea él quien posea la cosa pignorada. Este extremo es importante sobre todo en aras de reflexionar sobre cuáles es el alcance de la responsabilidad por vicios de la cosa o por evicción, respecto a los terceros adquirentes de la cosa subastada, partiendo de que el verdadero propietario es el constituyente de la garantía ⁽⁵⁹⁾.

Una de las dudas que se presentan en el momento del incumplimiento es la de resolver la cuestión temporal, es decir, cuál es el instante preciso en que el acreedor puede actuar y elegir la vía idónea para satisfacer sus pretensiones. ¿De qué tiempo dispone el acreedor para tomar una decisión? Ni se puede exigir una ejecución inmediata tras el vencimiento del crédito, ni una dilación excesiva que malogre la satisfacción plena del crédito garantizado. El acreedor si bien no tiene la obligación de ejecutar después del vencimiento del crédito, sí tiene la obligación de decidir en un periodo de tiempo razonable si va a proceder a la realización o no de la venta, o por el contrario va a acudir a otras vías ⁽⁶⁰⁾. Se apela en estos casos como solución idónea a los principios de la buena fe y la diligencia debida ⁽⁶¹⁾.

(58) GUILARTE, *cit.*, p. 559; SALINAS, *cit.*, p. 381, quien sigue a GORLA, *cit.*, p. 101, que mantiene: "Per quanto non si possa ricorrere, se non per una certa analogia, alla figura del mandato e della commissione...", y, en la nota pie de página, "In realtà si tratta di un potere autonomo di vendita derivante al creditore dal pegno al fine della soddisfazione esecutiva"; HENRI DE PAGE, "Traité Élémentaire de droit civil belge", VI, Bruselas, 1953, p. 1084: "La vente du gage est, pour le créancier, un droit; ce n'est pas une obligation".

(59) Sobre este particular, GUILARTE, *cit.*, p. 561, concluye que tanto la responsabilidad por vicios de la cosa como por evicción alcanza al acreedor prendario y existe una profunda diferencia. Asimismo son interesantes las observaciones de GORLA, *cit.*, pp. 99-100, puesto que el adquirente es informado de que el acreedor vende como tal y no como propietario, pues en caso contrario si el acreedor responde de los daños o vicios de la cosa la garantía pignoraticia se resolvería en una disminución de la garantía común puesto que en la expropiación común el acreedor no responde de los daños o vicios de la cosa (arts. 2921-2922).

(60) A idéntica solución llega SALINAS, *El régimen, cit.*, p. 382, que hace depender la duración de este periodo del caso concreto, determinado por los criterios de la buena fe y la diligencia debida; MIRALLES *cit.*, p. 330, defiende el argumento de la buena fe; GUILARTE, *Comentario, cit.*, p. 562, mantiene que el acreedor no viene obligado a instar la venta, ocurrido el vencimiento de la obligación, por lo que resulta inexacto estimar, que aquél puede incurrir en mora; tampoco está obligado a ningún tipo de conminación previa a la iniciación del procedimiento; HENRI DU PAGE, *Traité, cit.*, p. 1084, aboga por la facultad del acreedor prendario de diferir a su criterio la ejecución forzada.

(61) Resulta significativa la solución que se adopta en el derecho italiano, exigiéndose al acreedor el grado común de diligencia del art. 1176 a la hora de proceder a la venta, vid. GORLA, "Del Pegno delle Ipoteche", en *Commentario del codice civile*, (Scialoja/Branca

Y en sentido contrario, piénsese por ejemplo en los casos de mera inactividad del acreedor que pueden traducirse en una total falta de cooperación y, consiguiente imposibilidad de liberación del deudor. Esta injustificada falta de cooperación conduce además a una posesión carente de justificación, ex tunc de toda facultad de retención. Se produciría una situación parangonable a la de la apropiación que proscribe el art. 1859 CC ⁽⁶²⁾. El acreedor que no ejecuta o bien condona o bien abusa del principio de buena fe, provocando de un lado una inadmisibles vinculación de un bien y, de otro, contravaleando la facultad del deudor de obtener su liberación, vulnerando finalmente obligaciones elementales de todo negocio jurídico, pues no sólo recaen éstas en lo expresamente pactado, sino también en todas las consecuencias que deriven de los mismos (art. 1258 CC). Supongamos el caso —ya que a lo anterior se podría achacar que el deudor siempre puede pagar, consignar y por ende extinguir la obligación asegurada—, de que el deudor no tuviese otros bienes más que los ya gravados por el acreedor. No pudiendo liberarse por el pago, quedaría no sólo a expensas del acreedor sino también vinculado definitivamente al mismo. Por lo que a este derecho o facultad a la ejecución se le suma la carga de procurar la liberación del deudor ⁽⁶³⁾.

Lo mismo sucedería en el supuesto, no anormal, de que vencida la obligación, el acreedor pignoraticio no procede a la ejecución, y la cosa se pierde, deteriora o devalúa. Las normas generales de responsabilidad establecen que sólo sería el acreedor responsable de la pérdida de valor del objeto prendario en caso de que incumpliera su deber de conservación —arts. 1094 y 1867 CC—, quedando sujeto a la obligación de indemnizar. En otro caso será el deudor quien sufra el deterioro. Para el caso de pérdida de la cosa cuando esta se produce sin culpa del deudor, queda liberado de responsabilidad, antes de haberse constituido en mora —artículo 1182 CC—. El acreedor sólo incurre en responsabilidad desde el incumplimiento, siempre y cuando su actitud sea ne-

coords.), arts. 2784-2899, Bolonia-Roma, 1963 (existe edición posterior de 1992), p. 102, afirma: “La **diligenza non riguarda però la scelta del momento opportuno per la vendita**, scelta rispetto alla quale il creditore é arbitro, salvo il caso di frode (...) In particolare il creditore non ha l’obbligo di vendere il pegno alla scadenza del debito, neppure, credo, quando il costituente lo diffidi a vendere”. Ahora bien, debemos señalar que en el ordenamiento italiano, el art. 2795 legitima al deudor para pedir que se venda la cosa, situación que no es parangonable con el caso español.

(62) Sostiene MIRALLES, *cit.*, p. 330, cómo la solución a la que parece conveniente llegar pasa por plantear la ejecución como facultad, entendiendo que la facultad de ejecución trae como consecuencia la liberación de la deuda y, por tanto, proceder a la misma constituye la vía optativa del acreedor para satisfacerse del crédito impagado, así como la facultad de pedir la ejecución puede tener como consecuencia para el deudor la extinción del crédito y la liberación de la deuda.

(63) Conforme, MIRALLES, *cit.*, p. 331.

gligente o culposa, mas no antes, ya que está investido por la facultad legítima de retener⁽⁶⁴⁾. Y, *a sensu contrario*, podemos formular la siguiente pregunta: ¿sería admisible una venta anticipada del objeto entregado en prenda si éste amenazare repentinamente deteriorarse o correr un serio riesgo de desvalorizarse tratándose de acciones sujetas a cotización en bolsa?⁽⁶⁵⁾ En todo caso, dada la naturaleza preventiva o cautelar de esta “venta”, siempre tendría el deudor pignoraticio la posibilidad de impedirlo, mediante oferta de un aumento de garantía, capaz de sustituir o reforzar la prenda inicialmente constituida. Es decir, ofreciendo una garantía real más idónea, por ser en principio, más segura y estable, porque real es ya la garantía de la prenda y ello sin olvidar la posibilidad de constituir *ab initio* una prenda rotativa o sustitutiva siempre que el objeto prendario reúna unas determinadas características de fungibilidad.⁽⁶⁶⁾

El legitimado para iniciar el procedimiento o al menos para pedir que se realice la subasta es el acreedor pignoraticio, independientemente que esté en posesión del objeto garantizado, pues nada impide que sea el tercero depositario de esos bienes quien haga entrega de los mismos al Notario⁽⁶⁷⁾.

En los valores negociables, la realidad del tráfico, las fluctuaciones y oscilaciones en su precio y valor, determinan cuando menos una decisión rápida y una ejecución inmediata, para lo cual la buena fe exige un mínimo plazo, pasado el cual el acreedor pignoraticio respondería de los daños y perjuicios de su nociva actitud o indecisión.

El procedimiento que en definitiva se subsume bajo este artículo hace que unas veces se vea como demasiado benevolente hacia un acreedor que puede, a su antojo, tergiversar los presupuestos del artículo y otras, con cierta acritud para un deudor que se ve indefenso ante una subasta a la que acude únicamente el acreedor, y que presumiblemente tras la celebración de una segunda subasta se declare ésta desierta y dé aquél carta de pago por una cantidad notablemente

(64) Al respecto HENRI DU PAGE, *Traité cit.*, p. 1084, para quien el acreedor no incurre en responsabilidad incluso si el objeto prendario se deprecia o se acentúa esta depreciación. Es al deudor a quien incumbe prevenir una depreciación mayor de la prenda en pago de su deuda.

(65) En este sentido el derecho portugués prevé que ante casos de pérdida, deterioro o desvalorización de la prenda, tanto el acreedor como el autor de la prenda (deudor) tienen el derecho a proceder a la venta anticipada de la cosa mediante previa autorización judicial. El precio puede permanecer en manos del acreedor, no en pago del crédito sino como prenda, pudiendo el tribunal ordenar la creación de un depósito. Vid. el art. 674 de su código civil, y ANTUNES VARELA, *Das obrigações em geral*, II, Coimbra, 1992, p. 533-534.

(66) Vid. por ejemplo, VEIGA COPO, “Prenda omnibus, prenda rotativa de acciones *loating charge*”, RDBB, 82, p. 33 y ss.

(67) Conforme GUILARTE, *cit.*, pp. 560 ss.; SALINAS, *cit.*, p. 383-384.

ínfima al valor objetivo de la garantía, subsistiendo por tanto un remanente a favor del acreedor. Dos intereses que en definitiva se entrecruzan y contraponen, el acreedor a percibir específicamente el cobro de lo debido, y el deudora liberarse. Así las cosas, no están de más las modificaciones pactadas que obvian las dificultades con que se encuentra en ocasiones el procedimiento extrajudicial, para lo cual es conveniente superar ciertos recelos doctrinales que permanecen estancados en los rígidos esquemas trazados por el Código Civil ⁽⁶⁸⁾. Y dado que el principal objetivo de la ejecución es la satisfacción del acreedor, es lícito que pueda cobrarse total o parcialmente lo que se le adeuda con el bien cuando la mejor de las posturas no alcance unos umbrales mínimos que tratan de evitar que los bienes se malbaraten, pues el perjuicio no sólo se produce en la esfera del deudor sino también en la del acreedor, en tanto que al no haberse obtenido un precio de remate suficiente se dirigirá ahora contra otros bienes del deudor en aras de obtener la total satisfacción del crédito ⁽⁶⁹⁾.

III. EL AVALÚO DE LOS BIENES Y LA SUJECCIÓN A TIPO

Los bienes dados en prenda y, en nuestro caso, los valores o acciones, tienen un valor económico. La cuestión se centra en determinar cuál es ese valor a la hora de ejecutar la prenda. En principio, la fijación del valor nominal de las acciones es libre. A lo largo de la vida de las sociedades rara vez coincide la cifra del capital con el importe del patrimonio, de modo que el valor nominal de las acciones no suele coincidir con su valor real, que se obtiene dividiendo el importe efectivo del patrimonio entre el número de acciones; a su vez, el valor real tampoco suele coincidir enteramente con el valor de mercado o de Bolsa, que se obtiene fundamentalmente en función del dividendo.

Lo verdaderamente importante a la hora de la ejecución de la prenda es tratar de evitar que se produzca un enriquecimiento injustificado por parte del acreedor pignoraticio, en los casos en que la adjudicación de los bienes resulte

(68) Afirma SALINAS, *El régimen, cit.*, p. 378, que esta situación debe ser superada si no se quiere que la prenda quede como una “garantía muerta” en el tráfico.

(69) El artículo 651 de la nueva LEC señala que si no hubiere ningún postor el acreedor podrá pedir la adjudicación de los bienes por el 30 por 100 del valor de tasación o por la cantidad que se le deba por todos los conceptos, y si no hace uso de esa facultad en veinte días se alzarán embargo a instancia del ejecutante. Asimismo se prevé la posibilidad de la adjudicación de los bienes al acreedor en la subasta de inmuebles con la diferencia de que basta que la mejor postura no alcance el 70 por 100 del valor por el que el bien salió a subasta y la adjudicación será por el 70 por 100 de dicho valor o por la cantidad que se le deba por todos los conceptos; cuando no haya ningún postor, la adjudicación será por el 50 por 100 del valor de tasación o la cantidad que se le deba por todos los conceptos.

por un valor notoriamente inferior al valor real de esos bienes en el mercado. Y esta realidad no es precisamente infrecuente en la práctica, donde la brevedad de plazos desde que se comunica la subasta hasta su efectiva celebración, unida a la escasa o mínima difusión que se da al anuncio de subasta, hace que al final concurra únicamente el acreedor prendario y acabe adjudicándose los bienes en la subasta. Es esta una forma de banalizar una situación que el ordenamiento prohíbe, pues habiéndose observado las exigencias formales que el ordenamiento impone a la realización notarial de la prenda, se produce el “efecto comisorio” que el propio ordenamiento trata de evitar. Obviamente el deudor dueño de la prenda debe en estos casos acreditar la diferencia entre el precio de adjudicación obtenido en la subasta y el valor real de las acciones pignoradas en la fecha de la celebración de la misma (en estos casos sería idóneo que el deudor pignoraticio disponga de un informe de auditoría en el que se fijase el valor contable de las acciones al tiempo de la ejecución, si bien el valor teórico contable de las acciones es una noción no enteramente equiparable a la de valor real). De todos es conocida la facilidad con que se suelen enmascarar los precios reales, fijando un valor oficial de cualquier objeto y un valor real del mismo, de forma que frente a terceros aparezca un valor, por lo que implica que el precio que se va a pagar es mayor. Sin embargo, también es cierto que el valor real de una acción no puede quedar automáticamente fijado en función de la concurrencia de una única oferta limitada de compra a un determinado precio ⁽⁷⁰⁾. En la sentencia de 21-11-2000, la existencia de la oferta de adquisición de acciones en autocartera sujeta al límite legal del 10% del capital social que formula el consejo de administración de Renta Inmobiliaria al precio de 1250 pesetas por acción, cuyo plazo de aceptación comienza a partir del 15 de septiembre de 1992, no constituye por sí sola la evidencia de que hubieran podido venderse al precio ofrecido de 1250 pesetas las acciones de Renta Inmobiliaria que fueron objeto de pignoración. Pero por otra parte, el contrato de promesa de venta de varias sociedades holandesas (suscrito el 27 de abril de 1990) por el que se fijaba un precio de 1762,50 pesetas por acción tampoco es relevante en orden a la determinación del valor real de las acciones ejecutadas; primero, porque la oferta de compra formulada por la sociedad se refería a un paquete de 19.543.404 acciones (las cuales representan un 76,63% de las acciones de la

⁽⁷⁰⁾ Así lo reconoce el Fundamento Tercero de la SAP de Madrid de 20 de enero de 1997, en la que el deudor pignoraticio recurre la sentencia de primera instancia alegando que el precio de remate de las acciones en subasta notarial fue notablemente inferior al precio o valor real de las acciones, máxime teniendo en cuenta la existencia de una auditoría externa y la existencia de una oferta de adquisición de acciones a un precio que duplicaba el valor por el que se adjudicó las acciones el acreedor pignoraticio, a la sazón único postor en la subasta, dado que el edicto de subasta se había publicado en el diario deportivo “Marca” el día 23 de julio y la subasta se llevó a cabo el 24 de julio a las nueve horas y ocho minutos.

sociedad), mientras que el número de las acciones que fueron objeto de la adjudicación en las subastas notariales era de 1.322.611, y segundo, porque el compromiso de compra de las sociedades holandesas, ligado a la oferta pública de adquisición de acciones a formular por la propia sociedad Renta Inmobiliaria, tenía una vigencia limitada a ocho días hábiles siguientes a la efectiva exclusión de la cotización de las acciones de Renta Inmobiliaria como consecuencia de la OPA ⁽⁷¹⁾.

Bien es verdad que, cuando se ejecutan acciones que no cotizan en un mercado, resulta muy difícil la cabal determinación del valor real de las mismas y, consiguientemente, la prueba de una discrepancia entre dicho valor y el obtenido en el procedimiento de ejecución ⁽⁷²⁾. Pero a pesar de esta dificultad, esto no puede significar que, al menos cuando se trate de acciones no cotizadas, se exija como requisito de su realización la previa tasación de las mismas ahora bien, ¿por qué se habría de exigir esta tasación o avalúo de los bienes en la subasta notarial cuando ni siquiera se exige cuando se opta por requerir la venta de lo empeñado en el seno de un procedimiento judicial ordinario?. ¿es admisible acaso hacer más gravosos estos requisitos como consecuencia de la omisión deliberada del artículo 1872 CC, haciendo depender la *legitimidad de la ejecución notarial de la prenda del cumplimiento de exigencias mayores que las que pesarian sobre el acreedor garantizado en el seno del procedimiento judicial ordinario?* ⁽⁷³⁾. Véase al respecto el artículo 1482, en relación con el artículo 1447, de la *Ley de Enjuiciamiento Civil*, y asimismo el artículo 637 en relación con el artículo 635 de la nueva *Ley de Enjuiciamiento Civil*.

(71) Como quiera que la exclusión de la cotización tuvo efectivamente lugar el día 28 de diciembre de 1990, la alusión al precio ofrecido de 1762,50 pesetas por acción puede tener significado alguno respecto a la fijación del valor real de las acciones subastadas el día 24 de julio de 1992.

(72) “Esta es precisamente la razón por la que para la ejecución judicial de tales acciones no se exige avalúo previo ni pública licitación, considerándose que es garantía suficiente para los intereses del deudor que los valores embargados se vendan a través de Notario o Corredor de Comercio (art. 1482.2 LEC)”, Fundamento tercero de la SAP de 20 de enero de 1997; asimismo la nueva LEC, al regular las normas sobre valoración de los bienes embargados, dispone en su art. 637 que si los bienes embargados no fueren de aquellos a que se refieren los arts. 634 y 635 (acciones y otras formas de participación sociales), se procederá a su avalúo, a no ser que ejecutante y ejecutado se hayan puesto de acuerdo sobre su valor, antes o durante la ejecución.

(73) SAP Madrid 20 de enero de 1997, Fundamento Sexto *in fine*; no obstante el art. 694.1 LEC establece que si las partes estipularon un valor de los bienes para las subastas, éste será el que rija; por su parte si las partes no pactaron ningún valor podrá aplicarse análogicamente lo previsto en el art. 694.2 II LEC para la ejecución judicial de la prenda, entendiéndose de este modo que el valor de los bienes para la primera subasta será el importe total de reclamación por el principal, intereses y costas.

Tampoco se hace mención alguna a si la subasta ha de sujetarse a algún tipo, con lo que en principio; la subasta se efectuará sin sujeción a tipo y se adjudicará al postor que realice la mejor postura ⁽⁷⁴⁾; y tampoco así, celebrada la subasta, y no habiéndose adjudicado a nadie los bienes, el acreedor puede instar la celebración de una segunda subasta con los mismos requisitos y sin que sea necesario que medie ningún plazo entre la primera y esa segunda subasta. No estaría de más en este momento, al resultar fallida esta primera subasta, reflexionar sobre si la publicidad conferida a la primera ha sido o no pertinente y suficiente ⁽⁷⁵⁾. En caso de celebrarse esa segunda subasta y no concurriendo licitadores, o si el bien no se adjudica a nadie, el acreedor tiene la facultad de convertirse en dueño de la cosa otorgando carta de pago por la totalidad del importe de la deuda. De este modo, y por vía indirecta, nos acercáramos al pacto comisorio ⁽⁷⁶⁾. Ahora bien, antes de producirse la extinción de la obligación principal, pueden darse tres posibilidades: que el valor del bien garantizado alcanzado en la subasta sea coincidente con el débito, con lo cual la deuda se extinguirá por concurrencia de los valores; que se produzca una extinción parcial, pues el valor alcanzado con el objeto prendado en las subastas no cubre la totalidad de la deuda, subsistiendo entonces un *quantum* que podrá ser reclamado por el acreedor mediante el ejercicio de su derecho sobre los restantes bienes del deudor; o que el importe obtenido en la subasta sea superior al valor de la deuda, con lo que el exceso debe ser reintegrado al titular dominical de las acciones en este caso.

Si las dos subastas quedan desiertas y el acreedor no procede o no le interesa adjudicarse el bien ejecutado —imaginemos que esas acciones contienen una serie de cláusulas restrictivas que impiden que esa persona (acreedor-adjudicatario) sea admitida en el seno social y el acreedor sabe que la sociedad rechazará su inscripción en el libro de socios—, no está facultado para instar una tercera subasta, pero sí para retener las acciones en su poder hasta que se satisfaga la deuda principal, de tal modo que la garantía continuará vigente en tanto no se extinga la deuda principal ⁽⁷⁷⁾.

(74) En contra FINEZ RATÓN, *cit.*, p. 539.

(75) Sobre este último extremo, ÁVILA NAVARRO, *cit.*, III, p. 336; por otra parte este autor se manifiesta partidario de utilizar un mecanismo basado en la puja de ausentes en las subastas de arte, fórmula que evitaría confabulaciones especulativas y defraudatorias.

(76) En este sentido SERRANO ALONSO, *Comentario*, art. 1872, *cit.*, p. 1891; niega la posibilidad de que la adjudicación signifique la admisión de un pacto comisorio, SALINAS, *El régimen*, *cit.*, p. 387.

(77) Conforme y para la prenda de derecho común SERRANO ALONSO, *cit.*, p. 1892, con base sobre todo en que esta facultad de realización no es un deber impuesto al acreedor sino una posibilidad de ejercicio discrecional.

Nada impide que el acreedor intente cobrar la deuda instando otras vías. Ahora bien siempre queda la posibilidad del rescate del art. 64.2 LSA, en el caso de acciones vinculadas, y siempre que la sociedad presente un adquirente alternativo al acreedor y de este modo le abone el valor real de las acciones. Pero, ¿qué acreedor va a querer adjudicarse los bienes en caso de quedarse cierta la segunda subasta, y por tanto otorgar carta de pago por la totalidad de la deuda, si puede pujar en la segunda subasta con la rebaja de tipo que ésta conlleva y obtener el bien o las acciones prendadas por un valor inferior al real y con la posibilidad de que todavía no se cubra el total del débito subsistiendo éste?

No hemos de dejar pasar inadvertido cómo el procedimiento ordinario de ejecución hipotecaria se sustancia en segunda subasta con una disminución del tipo, rebajándose la postura admisible (art. 131.9 LH) ⁽⁷⁸⁾. De otra parte, el procedimiento de ejecución que se deriva de la Ley catalana de garantías posesorias sobre cosa mueble señala en su art. 14.5:

“En la primera subasta, no se admitirán posturas inferiores al importe de la deuda garantizada por la prenda, más un 20% de los gastos originados por el procedimiento. **La segunda subasta**, que podrá tener lugar inmediatamente a continuación de la primera, **tendrá como tipo mínimo el 75% de esta cantidad...**” ⁽⁷⁹⁾.

Por lo que atañe a la clase de subasta, en la venta de prendas se adopta el sistema inglés, según el cual cada participante en la adjudicación determina su propia oferta al alza, hasta que quede un solo postor que ha pujado por un

(78) CORDÓN MORENO, voz “ejecución hipotecaria”, EJB, II, Madrid, 1995, p. 2659 ss., p. 2664: “En la primera subasta el tipo será pactado en la escritura, sin que se admita postura alguna que sea inferior. Si no hubiese postura admisible en la primera subasta, el acreedor podrá pedir, dentro del término de cinco días, la adjudicación de la finca en pago de su crédito por el tipo de aquella, bien para sí, bien en calidad de cederla a un tercero. Si el acreedor no hiciese uso de la mencionada facultad, se celebrará la segunda subasta, cuyo tipo será el 75 por 100 del correspondiente a la primera, (...) se celebrará la tercera subasta sin sujeción a tipo, pero si la postura en ella fuese inferior al tipo de la segunda, el acreedor que no hubiese sido rematante, el dueño de la finca o un tercero autorizado por ellos podrá mejorar la postura en el término de cinco días (art. 236 g).”

(79) MIRALLES, *cit.*, p. 339, mantiene sin embargo que en la segunda subasta el tipo debe permanecer inalterado: “Entiendo que no se dará, en la subasta extrajudicial de un objeto prendario, la rebaja en la postura admisible —tipo— que establece para el procedimiento ordinario el art. 131.9 LH.”; la nueva ley de derechos reales de garantía de Cataluña sigue fielmente, en el art. 19.c), los parámetros fijados por la Ley 22/1991.

importe superior a todos los demás y que es quien se adjudica el bien a ese precio ⁽⁸⁰⁾.

Aun siendo el acreedor pignoraticio quien ejerce o insta la venta, pues su propio derecho real limitado le faculta para realizar la venta del objeto para liquidar su valor, cuando transmite el bien gravado como enajenante lo hace en realidad como consecuencia de su propia legitimación. Sólo así se comprende que cuando licita o puja adquiriendo el bien subastado convierte su título limitado en uno de pleno dominio. Quien transmite es el constituyente de la garantía, con lo que no se puede exigir la evicción al acreedor pignoraticio, ya que es aquel el *verus* enajenante, aunque lo sea forzoso. Cuestión bien distinta sería respecto a la responsabilidad que el acreedor pignoraticio se base en un derecho sin viabilidad jurídica, o conociere la falta de capacidad dispositiva del constituyente de la prenda.

IV. EL PAPEL DEL FEDATARIO PÚBLICO Y LA CONSTITUCIONALIDAD DEL PROCEDIMIENTO EJECUTIVO EXTRAJUDICIAL

La substanciación de este procedimiento se va a llevar a cabo al margen de un órgano jurisdiccional, será un notario-corredor de comercio en el ejercicio de su función pública el encargado de llevar a cabo este procedimiento, convirtiéndose en pieza clave que actuará como testigo cualificado de la enajenación y garante de la legalidad de la misma ⁽⁸¹⁾. Esta circunstancia, unida a la escasez

(80) En la práctica existen cuatro sistemas fundamentales de subasta: la inglesa, de la que se habla en el texto, la holandesa, la de pujas secretas, y la “sealed second bid” (segunda oferta bajo sobre). El sistema holandés es exactamente el contrario del inglés, dado que en este caso el vendedor sigue anunciando precios de venta siempre inferiores hasta que un postor lo detenga en consonancia de un precio que estime conveniente. En la subasta de pujas secretas, quien participa presenta una oferta, desconociendo las hechas por otros, y al que resulte haber ofrecido el precio más elevado se le adjudicará el bien. Existe también otro tipo de subasta, la denominada “sealed second bid”, en donde la persona que esté interesada por la adquisición propone una oferta libre, ignorando la de los otros participantes, y el precio de adjudicación será el de la segunda oferta más elevada. Véase ampliamente SCHROEPFER, “Allocating spectrum through the use of auctions”, *Hasting communications and entertainment Law Journal*, 1991, pp. 39 ss.

(81) PUIG PEÑA, *Tratado*, III, 2, Madrid, 1974, p. 431: “La intervención del Notario es fundamentalísima en esta subasta, y su presencia determina, por su calidad, la innecesariedad de algunos antiguos trámites”; SCAEVOLA, *cit.*, p. 396, ya señalaba que al notario no se le atribuían facultades jurisdiccionales sustituyendo al Juzgador, pues a quien propiamente se le atribuyen dichas facultades es al acreedor, que es quien sustituye con su acción directa y de apremio la tutela de los órganos con jurisdicción.

normativa del procedimiento regulado en el artículo 1872 CC, hace que el fedatario goce de un gran arbitrio a la hora de realizar la subasta ⁽⁸²⁾. El procedimiento extrajudicial es, en definitiva, el conjunto de trámites a través de los cuales se canaliza el control notarial de la realización prendaria, no exigiendo ninguno de sus trámites actividad jurisdiccional ⁽⁸³⁾. El Notario o fedatario público debe estar al margen de los intereses de las partes, debiendo ejercer su función con imparcialidad y sin que la misma sufra detrimento alguno, dado el carácter inocuo de la función que va a desempeñar, pues nada decide y se limita a prestar su personalidad para los fines del procedimiento ⁽⁸⁴⁾. El Notario no pasa de ser un testigo de excepción, que corrobora lo sucedido levantando el acta de la subasta correspondiente, y certificando el haberse cumplido todas las formalidades y exigencias del texto legal.

A pesar de todo lo anterior, es preciso cuestionarse la constitucionalidad de este procedimiento ejecutivo extrajudicial, teniendo en cuenta lo que suponen los privilegios en la tutela judicial y el principio de exclusividad de la jurisdic

(82) En el derecho comparado, será el ordenamiento alemán el más proclive hacia la flexibilidad, repárese en el hecho de la no exigencia de ningún sujeto especial para llevar a cabo la venta por subasta pública, así el § 1235 BGB dispone: "La venta de la prenda ha de efectuarse por la vía de subasta pública. Si la prenda tiene un precio en bolsa o mercado, se aplica la disposición del § 1221"; WOLF, *Sachenrecht*, Munich, 1996, p. 331: "Der Verkauf erfolgt grundsätzlich im Wege der öffentlichen Versteigerung (§1235 I mit § 383 III)"; BÜLOW, *Recht der Kreditsicherheiten*, Heidelberg, 1997, p. 179, y para wertpapiere p. 183; ENNECERUS/KIPP/WOLFF, *Derecho de cosas, cit.*, p. 433; en el derecho italiano se produce un cambio de rumbo con respecto al anterior codice de 1865, así y ya con respecto al codice de commercio de 1865 era necesaria la autorización judicial para proceder a la venta de la prenda. La situación se altera en el Cco de 1882 respecto a las prendas comerciales eliminándose la necesidad de autorización judicial, y posteriormente se adoptaría también para la prenda civil en 1942. Ver al respecto GORLA, "Del pegno delle Ipoteche", *Commentario del Codice Civile*, [SCIALOJA/BRANCA], Bolonia-Roma, 1963 (existe edición de 1992), p. 95; PAVONE DE LA ROSA, "Le garanzie reali mobiliari nei contratti bancari", BBTC, 1974, p. 154 ss.; MAZZARELLA, "Sulla derogabilità dell'articolo 2797 Cc", BBTC, 1977, II, p. 168 ss.; en el derecho francés, para la ejecución de la prenda comercial y para la prenda de valores cotizados no es necesaria la autorización judicial que sí es preceptiva para el caso de la prenda civil, así GAVALDA/STOUFFLET, *Droit bancaire*, París, 1994, p. 337; RIPERT-ROBLOT, *Traité de droit commercial*, II, París, 1994, pp. 670 ss., p. 674; JOSSERAND, *Cours de Droit Civil positif français*, II, París, 1939, p. 935.

(83) En sentido análogo pero para el caso de la ejecución extrajudicial hipotecaria MAGARIÑOS BLANCO, "El procedimiento extrajudicial de realización de la hipoteca. Su viabilidad", RCDI, 641, 1997, p. 1255 ss., pp. 1264-1265.

(84) Por eso el art. 140 del Reglamento Notarial dispone que los Notarios no podrán tomar parte en los contratos en que intervengan por razón de su cargo. Vid. MAGARIÑOS, "El procedimiento", *cit.*, esp. p. 1282.

ción ⁽⁸⁵⁾. Indudablemente lo que el Notario realiza es en su esencia una actividad jurisdiccional, un proceso, y eso es precisamente lo que no permite el artículo 117.3 CE al recoger el principio de exclusividad ⁽⁸⁶⁾. La injerencia coactiva en la esfera jurídica del ejecutado es siempre una competencia atribuida a un Juez ⁽⁸⁷⁾. Cuando un acreedor ejercita su derecho a enajenar la cosa garantizada, ya hipotecada, ya pignorada, su derecho sólo puede obtener tutela por medio de un proceso de ejecución. Ahora bien, ¿hasta qué punto en una ejecución extrajudicial se está renunciando a la tutela jurisdiccional, y aun a la misma defensa frente a la actividad ejecutiva realizada por el Notario? Al fin y al cabo, el problema no es otro que el determinar cuál es el grado de sumariedad aceptable en la oposición a un procedimiento de ejecución (ya judicial, ya extrajudicial) para considerar que dicho procedimiento es compatible con el derecho fundamental a no sufrir indefensión. Desde este punto de vista, la controversia no se centra tanto en la exclusividad jurisdiccional, sino en la efectividad del derecho de defensa ⁽⁸⁸⁾. Si el acreedor ejecuta ante un Notario, estamos ante una verdadera ejecución que se sustrae o, si se prefiere, no se atribuye a un órgano judicial. Ahora bien, si admitimos este procedimiento como hasta ahora se ha hecho, establezcamos nítidamente los parámetros idóneos para que esta ejecución sea eficaz y no cause indefensión. Y esta solución se arbitra siempre y cuando las causas de oposición y en su caso de suspensión del procedimiento, tanto judicial sumario cuanto extrajudicial, no sean divergentes ni cuantitativa

(85) Al respecto, véase la reflexión crítica que realiza MONTERO AROCA, "Las ejecuciones hipotecarias y la tutela judicial privilegiada (la constitucionalidad de algunas tutelas judiciales ejecutivas)", RCDI, 1996, n.º 633, pp. 253-277, esp. p. 271.

(86) Crítica al respecto DÍEZ-PICAZO GIMÉNEZ, "Sobre la Sentencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo, de 4 de mayo de 1998, que considera inconstitucional el procedimiento extrajudicial de ejecución hipotecaria", *Tribunales de Justicia*, 1998/8-9, pp. 819 ss., la idea de que el principio de exclusividad que manifiesta la sentencia de 4-5-1998 es sólo uno de los posibles; la Sala hace un entendimiento absoluto del principio de exclusividad jurisdiccional, cuando cabe también un entendimiento relativo que no impide que órganos no judiciales ejerzan potestades jurisdiccionales, siempre que haya un posterior control judicial al ejercicio de dichas potestades.

(87) Así las cosas, hemos de cuestionarnos si las garantías que proporciona al ejecutado el procedimiento de ejecución judicial son mayores a las que proporciona el procedimiento extrajudicial. La Sentencia TS de 4-5-1998 argumenta en este sentido, reproducido literalmente en este punto por la STS de 20 de abril de 1999, que el extrajudicial "agrava la posición del ejecutado o de los terceros, aún más que en la ejecución judicial de la hipoteca que autoriza el artículo 131 de la Ley Hipotecaria, dado que en este las causas de oposición admitidas tienen mayor amplitud, con lo que se produce la paradoja de que una ejecución ni siquiera garantizada por su naturaleza jurisdiccional (y, por ello, inconstitucional) resulta más gravosa y perjudicial para el ejecutado que la judicial".

(88) Conforme, I. DÍEZ-PICAZO, *cit.*, p. 822.

ni cualitativamente. Lo cual no es óbice para que estas causas de oposición estén tasadas o limitadas en aras a evitar que el ejecutado haga un uso abusivo de las mismas interrumpiendo *ad libitum* los citados procedimientos, en busca de dilatar el procedimiento, la ejecución y adjudicación de los bienes. Lo que no acabamos de ver es que este procedimiento que se atribuye a los Notarios se ha justificado, entre otras razones y para el caso de la hipoteca, en la exposición de motivos del RD 290/1992, de 27 de marzo, que da una nueva redacción a los arts. 234 a 236 del RH y al art. 129 II de la LH, en que, por un lado, el aumento de la cartera de créditos con garantía hipotecaria, cuadruplicada entre 1982 y 1989, podía significar una enorme presión sobre la Administración de Justicia, lo que hacía preciso desviar parte de las ejecuciones hipotecarias del cauce judicial, y por otro lado la certeza que tienen las relaciones hipotecarias hacen que dicho desvío del cauce judicial sea plenamente viable sin merma de las debidas garantías del deudor, por cuanto, a la postre, la ejecución de la hipoteca constituye el ejercicio de un derecho privado —el derecho del acreedor a la enajenación de la cosa hipotecada— que puede efectuarse previamente cuando así se ha pactado.

La importantísima sentencia del TS de 4-5-1998, cuyo ponente ha sido ALMAGRO NOSETE, parte de la derogación por inconstitucionalidad sobrevenida del art. 129 de la LH y la inaplicación de los preceptos reglamentarios que lo desarrollan, atribuyendo la función de ejecución en exclusiva al poder judicial. Así en los Fundamentos Tercero, Cuarto y Octavo señalan:

“...El reconocimiento, no obstante, en el CC (art. 1873) de la facultad del acreedor prendario de ‘proceder por ante notario a la enajenación de la prenda’, supuesta la insatisfacción del crédito garantizado, con grandes debates acerca de la licitud y la validez del pacto expreso que se introdujo como práctica notarial para autorizar la ejecución extrajudicial de la hipoteca, suscitó la cuestión sobre la aplicación al crédito hipotecario de la facultad concedida al acreedor prendario... Hoy en día, resulta difícil de compartir, con una mentalidad jurídica actual, concorde con la evolución científica, y sobre todo social, los argumentos que sirvieron de justificación a la equiparación de la facultad concedida al acreedor prendario, con la establecida, por analogía, para el acreedor hipotecario ... La función de ejecución y, portanto, la atribución del conocimiento del proceso de ejecución son cometidos propios de los Jueces y Tribunales ... La función notarial (tan valiosa, de otra parte) no puede sustituir al estrictamente jurisdiccional, como es la actividad de ejecución, aunque otra cosa pueda decirse de la jurisdicción voluntaria que no es en puridad actividad jurisdiccional...”

La sentencia si bien comienza desligando el supuesto de ejecución de la prenda ante Notario del de ejecución de la hipoteca también ante Notario —se

refiere a la ejecución extrajudicial de la hipoteca—, es pertinente para nuestro caso, pues entre otras motivaciones alega que actualmente no tendría sentido aplicar una norma prevista para la prenda (se refiere a la facultad concedida al acreedor prendario en el art. 1872 CC para enajenar el bien pignorado ante un Notario) a la hipoteca ⁽⁸⁹⁾. Con lo cual parece que si bien es admisible en el caso de la prenda no lo es para la hipoteca, pues se ha aplicado analógicamente una institución pensada para la prenda a la hipoteca. Ahora bien, si se mantiene esto, habrá entonces que plantearse la propia constitucionalidad del artículo 1872 del Código Civil ya que regula, o más que regular, señala un procedimiento fuera de tutela judicial ⁽⁹⁰⁾. Lo que late en el fondo es la cuestión de la naturaleza jurídica de este procedimiento. De este modo, ha de indagarse si estamos ante un auténtico procedimiento de ejecución, o meramente ante una simple acta notarial donde se recogen todos los trámites, de presencia, notificaciones, requerimientos y manifestaciones o, como mantienen algunos, que la ejecución extrajudicial de la prenda es un mero procedimiento privado de realización del valor del bien, puesto que el bien pignorado se encuentra en poder del acreedor.

Si admitimos que estamos ante una ejecución pública de un derecho, y que como tal está vetada a la autonomía de las partes, la posibilidad a otra ejecución que se recogen en nuestro ordenamiento, así como a la propia autotutela del crédito por parte del acreedor, con lo cual cabe cuestionarse por la suerte que han de seguirlos demás procedimientos extrajudiciales, como por ejemplo la ya citada en el art. 1872 CC, en la Ley de venta de bienes muebles a plazo y la hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento, así como la ley de garantías catalanas, o incluso el mismo art. 45 LSA, y el propio 1482 de la vieja LEC en relación a la LMV, o incluso la propia prenda irregular ⁽⁹¹⁾. Extremos que la STS 4-5-1998 no aborda, pero que en caso de que se pronuncie el Tribunal Constitucional sobre la constitucionalidad o no del procedimiento extrajudicial de la

(89) Critica este argumento tachado de poco peso BLASCO GASCÓ, “La declarada inconstitucionalidad del procedimiento ejecutivo extrajudicial”, RDPat., 1999, n.º 2, p. 475 ss., p. 479.

(90) Conforme, NÚÑEZ BOLUDA, “La inconstitucionalidad del artículo 129 de la ley hipotecaria, en su segundo párrafo relativo al procedimiento extrajudicial”, RDP, 1999, pp. 321 ss., p. 328.

(91) A favor de una prohibición relativa y no absoluta de la autotutela del crédito por parte del acreedor, BLASCO GASCÓ, *cit.*, p. 480, para quien esa limitación relativa de acudir a un procedimiento extrajudicial se lleva a cabo con una doble protección: para proteger al deudor de los abusos del acreedor y para proteger a los demás acreedores del deudor del acreedor ejecutante.

hipoteca haría aconsejable una reflexión amplia sobre este procedimiento en todas sus manifestaciones en aras de una mayor seguridad jurídica ⁽⁹²⁾. Si el Tribunal Constitucional apoya los argumentos de esta sentencia, hemos de determinar si esta doctrina es aplicable a la ejecución notarial de la prenda *ex art. 1872 CC*, pues no parece razón ontológica suficiente su no aplicación en base a la naturaleza mueble del bien dado en prenda, pues de procedimiento de ejecución forzosa se trata en todo caso.

El procedimiento de ejecución extrajudicial se asienta en definitiva sobre el principio de la autonomía de la voluntad, la cual funciona a modo de presupuesto, pero no significa que ésta cree un procedimiento de ejecución ya que su origen es legal, y en modo alguno son normas predispuestas por el acreedor en interés propio ⁽⁹³⁾. Este procedimiento adquiriría carta de naturaleza no en los Códigos sino a través del Reglamento Hipotecario de 1915, pasando con posterioridad a la Ley Hipotecaria, y siendo objeto de regulación en su Reglamento de 1947. En 1992 el legislador trató de dotar a este procedimiento de una mayor dinamicidad, aunque sin demasiada fortuna.

Ahora bien, esto no empuja la crítica de su falta de regulación o cuando menos claridad procedimental, la cual resta cierta transparencia a la ejecución, con independencia de que sea el Notario quien asegure el exacto e íntegro cumplimiento de las normas, sin que quepa una interpretación de las mismas, ya que su actividad está reglada, debiendo seguir los trámites que se recogen en el RH para el caso de la hipoteca; no así en el de la prenda, donde el 1872 del CC deja muchos cabos sueltos ⁽⁹⁴⁾.

⁽⁹²⁾ Decididamente a favor de los postulados de esta Sentencia, ROBLEDOS VILLAR, "La inconstitucionalidad del procedimiento extrajudicial de ejecución hipotecaria", RGD, 1999, n.º 655, pp. 3593 ss., p. 3607, quien deja patente su desconfianza sobre la ejecución extrajudicial e incluso descarta su viabilidad, abogando por la atribución íntegra de la enajenación forzosa mediante subasta pública al Secretario Judicial. (El autor es secretario judicial).

⁽⁹³⁾ Esta práctica que en parte se vio auspiciada por la misma práctica notarial en un intento de responder a las necesidades del tráfico había ido proliferando con base en el respeto a los pactos privados, obteniendo un reconocimiento jurisprudencial antes que normativo. Son significativas las tan citadas SSTs de 21 de octubre y 3 de noviembre de 1902, o la Resolución de 2 de junio de 1914.

⁽⁹⁴⁾ Decididamente a favor de este procedimiento, MAGARIÑOS BLANCO, "El procedimiento", *cit.*, p. 1297 ss.; recuérdese que es Notario, para quien la realización está sometida a control de legalidad, control que tradicionalmente se ha realizado por la autoridad judicial, pero que igualmente puede hacerse por un funcionario que por su capacitación esté habilitado legalmente al efecto: "...ni se juzga ni se hace ejecutar lo juzgado, sencillamente se activa la facultad de enajenar en la que consiste esencialmente la hipoteca".

V. EL PACTO DE NO VENTA DE LA PRENDA

Se ha cuestionado la posibilidad de admitir la licitud de un convenio *sui generis* en el que las partes pacten la no venta de la prenda. Posibilidad que implica que el acreedor pignoraticio tendría como derecho de prenda los frutos que pueda producir la cosa o bien objeto de la garantía. Mantener la viabilidad de un pacto de estas características no parece admisible. De un lado, porque se crearía un derecho de vinculación real no previsto y a expensas del legislador, que se plasmaría en el derecho de retención de la garantía y en la percepción de los frutos futuros. Y de otro lado, porque el bien quedaría sustraído a la circulación en tanto el deudor no pague o el acreedor no cobre la totalidad del crédito debido con los frutos⁽⁹⁵⁾. De otra parte, debemos descartar la validez de un gravamen que tenga carácter perpetuo, que obligue al propietario (deudor o no) a soportarlo indefinidamente (baste recordar el art. 785.2 CC: *No surtirán efecto: (...) Las disposiciones que contengan prohibición perpetua de enajenar, y aun la temporal, fuera del límite señalado en el art. 781*). Asimismo cabe cuestionarse hasta qué punto no nos hallamos ante una cláusula abusiva de la contratación dada la vinculación del contrato a la voluntad de una de las partes (sobre todo la de un banco acreedor que actúa como predisponente). Esta prohibición de perpetuidad implica que la relación de garantía no puede constituirse con carácter perpetuo, por tanto nadie puede constituir una relación prendaria para todas las obligaciones que llegue a tener a lo largo de su vida, o en un plazo excesivamente amplio (ahora bien, ¿qué se entiende por excesivamente amplio?) con un acreedor prendario⁽⁹⁶⁾.

VI. LA ADQUISICIÓN DEL BIEN EN SUBASTA *VERSUS* LA ADJUDICACIÓN EN PAGO

Al ser pública la subasta no hay restricciones a la admisibilidad de postores, pudiendo libremente acudir en principio quien lo desee y consiguientemente men-

(95) GORLA, *cit.*, p. 96 ve en la figura una especie de anticresis mobiliaria, en tanto que la ley sólo admite la inmobiliaria, planteando la principal objeción en que por efecto del *ius vendendi* el bien no queda por *lungo tempo* sustraído a la *circolazione*; también en contra y abogando por la ineficacia de semejante pacto COLIN Y CAPITANT, *Curso elemental Derecho Civil*, Tomo V, con notas de DEMOFILO DE BUEN, Madrid, 1955, p. 119, con cita de una vieja resolución de la DGR de 31 de diciembre de 1895; en el derecho portugués para ANDRADE PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *Código civil anotado*, I, Coimbra, 1982, p. 664, sobre la base del art. 656.1 CC y en tanto la ley no lo diga explícitamente no se admite semejante convención permaneciendo el acreedor con el derecho de cobrarse a través de los *proventos* de la cosa. Tendríamos una *consignación de rendimientos*, la cual no puede recaer sobre bienes muebles.

(96) En relación con la hipoteca a iguales conclusiones llega CORDERO LOBATO, *La hipoteca global. (La determinabilidad del crédito garantizado)*, Madrid, 1997, p. 182.

te licitar o pujar, adjudicando el bien a la persona que efectúa la mejor postura ⁽⁹⁷⁾. De este modo pueden plantearse una serie de posibilidades, bien que la adjudicación se lleve a cabo por tercera persona, bien por el propietario-dador de la garantía, bien por el acreedor pignoraticio que puja, o bien por el deudor no propietario. Analizaremos sobre todo el supuesto de adquisición del acreedor pignoraticio quien participa en la licitación, entendiéndose siempre en concurrencia con otros postores, pues es sabedor de que si no los hubiere siempre tiene la posibilidad de adquirir en pago la garantía, al quedar desierta la primera y luego segunda subasta. Lógicamente se alterará el título posesorio, ya que a partir de ahora devendrá titular dominical, no por apropiación sino en virtud de la adquisición en subasta pública.

La ventaja que tiene aquí el acreedor se sustancia en la posibilidad de la insuficiente cobertura del valor de la garantía, que recordemos que en el caso de que llegue a desarrollarse una segunda subasta el valor de lo ejecutado será notablemente inferior, y portanto, hasta que no se abone el valor completo de la obligación, pervive en poder del acreedor una acción personal de reclamación por la diferencia. Verbigracia si hubiere un remanente, producto de lo obtenido en la subasta, sensiblemente superior a lo debido más las preceptivas costas, se entregará al deudor el remanente.

En ocasiones puede darse el supuesto de que al propietario del bien afecto en garantía le interese recobrar ese bien, de modo que puja y con la cantidad satisfecha en subasta libera al objeto de gravamen. Se produciría una suerte de consolidación pues sería absurdo hablar de una venta ya que éste era el titular dominical del bien sobre el cual pesaba el gravamen ⁽⁹⁸⁾.

Un supuesto extremo más atípico que real sería el de la adquisición por el deudor de la relación jurídica del bien afecto en garantía por un tercero de esa obligación. ¿Es admisible que el deudor de la obligación garantizada pueda pujar en la subasta? El caso sería el siguiente, deudor que no paga y que tiene en garantía un bien de un tercero, a la hora de la subasta licita y adquiere el bien garantizado, un bien que no se hubiere ejecutado si el deudor hubiese satisfecho su deuda. Es decir, el deudor con su incumplimiento es el causante de la realización de la subasta, y si se le admite a licitar —e imaginemos el supuesto de que sellegue incluso a celebrar una segunda subasta— puede acabar convirtiéndose en adquirente satisfaciendo el precio de la ejecución que al mismo tiempo

⁽⁹⁷⁾ RUBINO, *La responsabilità patrimoniale. Il pegno*, cit., p. 266: “possono offrire all’incanto anche il terzo datore e il terzo acquirente, ma non il debitore proprietario delle cosa.”

⁽⁹⁸⁾ Así, para MIRALLES, cit., p. 341, se produce una consolidación: el titular del dominio y el titular del gravamen son la misma persona, con lo que carece de sentido mantener un derecho real limitativo en cosa propia.

hubiese servido para el pago de la principal, privando al dador de la garantía de su bien y extinguiendo la relación obligatoria.

En definitiva, el deudor no sólo no pagaría, sino que, además de su incumplimiento, adquiriría “a precio de saldo” un bien afecto a garantía por un tercero. De admitir esta postura se convertiría en propietario de un bien ajeno pagando menos de lo que realmente vale. El problema se agrava aún más cuando un tercero o una sociedad interpuesta en connivencia con el deudor acude a la subasta y licita. ¿No sería más indigno si cabe este subterfugio que el mismo pacto comisorio *ex intervallo*? Se extinguiría la relación principal, aunque subsistirían aquéllas entre deudor de la obligación principal extinguida y el dador-tercero que ve su bien ejecutado, si las hubiere. Si las partes, deudor o dador prendario, nada hubieren pactado, lo más probable es que éste quedase inerme ante la actitud malintencionada del deudor en quien confiadamente entregó unos bienes con fines de garantía ⁽⁹⁹⁾.

El dador de los bienes objeto de garantía se verá igualmente privado de los bienes pignorados si se los adjudica un tercero, entonces, ¿puede actuar en un hipotético regreso frente al deudor, adquiera éste, adquiera un tercero? Una mínima moralidad hace más reprochable la postura primera, en la que el deudor traiciona esa confianza del dador propietario, ¿qué título hay entre ambos?, ¿y si el dador tenía un ánimo de mera liberalidad por lazos de amistad?, ¿sería aconsejable limitar la viabilidad de acudir a subasta como licitante al deudor?, ¿estamos ante un mero mandato de crédito?, ¿puede el dador entablare embargo? Preguntas estas que permiten ver la complejidad del asunto.

Un problema más sería el de la subasta en que existe adjudicatario que no ha entregado cantidad suficiente para cubrir el crédito. Sea cualquiera la cantidad que haya ofrecido y estando citado el propietario de los bienes, la subasta consuma la acción real, y cobrado en parte el acreedor, tendrá la acción personal oportuna para dirigirse por la cantidad no percibida contra el residuo patrimonial del deudor de la obligación principal exclusivamente, pues si es un tercero extraño a la citada obligación principal el que constituyó los bienes en prenda, éste limita su responsabilidad al valor de la prenda ⁽¹⁰⁰⁾.

En el supuesto de la no existencia de licitadores, es decir, quedando desiertas las dos subastas, el acreedor podrá adjudicarse el bien, estando obligado a dar carta de pago por la totalidad de su crédito, entendiéndose por éste

(99) De admitir esta posibilidad se conculcaría o al menos se abusaría de las exigencias mínimas de la buena fe. Vid. MIRALLES, *cit.*, p. 342, para quien incluso se abusaría, claramente, de una prerrogativa —la participación libre en las subastas públicas— que no está pensada para el defraudante.

(100) Conforme, SCAEVOLA, *cit.*, pp. 397-398.

el que se deba en el momento de la ejecución y no al momento de la deuda inicial ⁽¹⁰¹⁾. De este modo con la adjudicación al acreedor —ya por ser el mejor postor, ya por falta de licitadores en las subastas— se produciría una dación en pago ⁽¹⁰²⁾. Obviamente si el valor de lo prendado es superior al monto del crédito, el acreedor vendría obligado a pagar al deudor la diferencia ⁽¹⁰³⁾. La adjudicación convierte al acreedor en titular dominical, obligándolo a otorgar carta de pago y condicionando de este modo su satisfacción a la adopción de esta solución cuando ha aceptado esta vía de percepción de su crédito ⁽¹⁰⁴⁾. No dice el código que *se hará* dueño, sino que podrá hacerse, dejando a la conveniencia del acreedor optar por la adjudicación en pago o no, por lo que dada la ineficacia del procedimiento y no adjudicándose el bien el acreedor, éste seguirá ostentando una acción personal derivada del contrato principal para dirigirse contra el patrimonio del deudor. Este artículo no autoriza pues la apropiación directa ni el pacto comisorio, y la carta de pago a que se refiere cuando el acreedor se hace dueño de la prenda se entiende que es sólo por la totalidad del crédito que resulte del adueñamiento de la prenda y no por la totalidad del crédito originario, cuando ya en parte se había pagado. En la venta con arreglo al artículo 1872, la adjudicación no perfecciona por sí sola la enajenación, sino el contrato obligatorio de venta. La enajenación sólo se consuma por la entrega ⁽¹⁰⁵⁾.

(101) GUILARTE, *cit.*, p. 563; para MIRALLES, *cit.*, p. 343, la cuestión es clara: “se produce algo similar a un pacto comisorio legal por la consecuencia que la misma Ley atribuye a esta adjudicación... Se propicia un cambio en el objeto de la prestación: cantidad debida, por objeto prendario. Aceptada la adjudicación, se entiende, implícitamente, aceptada la extinción. Con ello se altera, no sólo la identidad del pago, sino también la integridad del mismo.”

(102) PUIG PEÑA, *Tratado*, III-2, *cit.*, p. 432; COLIN Y CAPITANT, *Curso*, V, *cit.*, p. 90-91: “el acreedor puede hacer que los tribunales dispongan la tasación de la prenda por peritos, quedándole ella en pago hasta la equivalencia de lo que se deba (...) la ley da al acreedor el derecho de hacerse adjudicar por los tribunales la propiedad del mueble por vía de dación en pago”; GUILARTE, *Comentarios*, *cit.*, p. 563: “la fórmula del Código Civil en este aspecto concreto se muestra poco acertada al permitir un importante margen de aleatoriedad a la solución que ofrece, que se hubiera corregido estableciendo, como lo hace el art. 2798 del *code*, la dación en pago hasta la concurrencia de la deuda con el precio de la cosa, estimando éste mediante tasación pericial o por el corriente de mercado”.

(103) GARCÍA GOYENA, *Concordancias*, motivos y comentarios, Tomo IV, Madrid, 1852, p. 178: “Escusado es advertir que el sobrante del precio, despues de pagado el acreedor y cubiertos los gastos de la subasta ó adjudicación, ha de entregarse al deudor; y que si el precio no alcanza para el total pago del acreedor, conservará este su derecho parcial para concurrir con los demás acreedores, pero sin la preferencia ó privilegio de prenda.”

(104) MIRALLES, *cit.*, p. 344.

(105) Así, MANRESA, *Comentarios*, XII, *cit.*, p. 461.

En la nueva LEC, y para la subasta de bienes muebles en la realización de bienes embargados, el ejecutante sólo puede tomar parte en la subasta cuando existan licitadores, pudiendo mejorarlas posturas que se hicieren, sin necesidad de consignar cantidad alguna (art. 647.2), y si en el acto de la subasta no hubiere ningún postor, podrá el acreedor pedir la adjudicación de los bienes por el 30 por 100 del valor de tasación o por la cantidad que se le deba por todos los conceptos. Cuando el acreedor, en el plazo de veinte días, no hiciera uso de esa facultad, se procederá al alzamiento del embargo a instancia del ejecutado.

Una cuestión que se suscita conexas a este momento es la de la existencia de ulteriores deudas contraídas entre las partes, en la que sería abusivo extender la carta de pago a éstas ⁽¹⁰⁶⁾. De este modo se prorrogaría ese derecho de retención inherente a la prenda hasta el momento de la satisfacción.

Del mismo modo, si se dan subastas, primera y segunda, quedando desiertas y el acreedor no se adjudica la cosa —y no son raras las veces en que no le interesará el bien— el crédito subsiste y, por ende, la garantía continuará desplegando su eficacia y función de garantía. La prenda continuará garantizando el cumplimiento del crédito principal. No se produce la extinción, ni del crédito ni de la garantía. Sin embargo ello no empece para que, una vez concluido el procedimiento extrajudicial, y abandonado por infructuoso, se intente el cobro en otra vía, o esperar un tiempo para intentar nuevamente otra subasta.

En definitiva, éste es el procedimiento que, por lo general, lleva a cabo el acreedor cuando la prenda recae sobre acciones no admitidas a negociación y, con independencia de cualesquiera formas de representación de las acciones, incluso se llega más lejos, pues también será válido cuando no estuvieren representadas. Lógicamente en el primer supuesto se realizarían valores mobiliarios y, en el segundo, derechos de participación social.

1. Ejecución de prenda que sirve de garantía a varios acreedores

Hemos de plantearnos el supuesto que se suscita cuando un mismo objeto sirve de garantía para varios acreedores y alguno de ellos insta la ejecución del bien gravado. La posibilidad de sucesivas prendas sobre un mismo bien puede

⁽¹⁰⁶⁾ SALINAS, *cit.*, p. 387; GUILARTE, *cit.*, p. 563: “puede ocurrir que, estimando el valor de la cosa equiparable al de la primera deuda y sus intereses, en su caso, sea notoriamente inferior a la suma de aquéllos y de la nueva deuda, o de las expensas, y a pesar de ello, por resultar problemática la recuperación de cuanto se le debe, le convenga al acreedor la adjudicación. *En mi opinión, la deuda contraída en segundo lugar, a la que se ha visto no se extiende la prenda en su total eficacia, sino solamente en el particular de la retención, debe quedar al margen del pago.*”

darse ya porque los distintos acreedores pignoratícios se pongan de acuerdo entre sí y con el deudor para entregar la posesión de la cosa a un tercero, ya porque el primer acreedor pignoratício se muestre conforme en poseer también por los demás acreedores. Nuevamente el legislador omite cualquier referencia a este supuesto. En principio corresponde a todo acreedor pignoratício la facultad de instar la venta de la prenda, pero como únicamente uno sólo es el que posee, el primero, sólo a través de éste podrá llevarse a cabo materialmente la ejecución. Mas ¿pueden los acreedores posteriores forzar a los preferentes la venta del bien en garantía mientras no esté vencido el crédito anterior? Llegado el vencimiento del crédito inmediato al vencido, el acreedor posterior podrá obtener de su titular la posesión de la prenda, pagándole las cantidades que le correspondían y proceder a la venta de la misma ⁽¹⁰⁷⁾.

Naturalmente del producto obtenido se irá pagando a los distintos acreedores según el orden de prelación y siempre que su crédito esté vencido, y sobre las cantidades de los restantes créditos no vencidos se constituirá una prenda irregular, entregándose la cosa libre de cargas al rematante ⁽¹⁰⁸⁾. Lógicamente el orden de constitución de las distintas prendas determinará a su vez el orden prelatorio para el cobro. Así, si es el acreedor preferente quien insta la ejecución realizando el valor de la cosa, se hará pago con la suma obtenida a todos los acreedores por su orden, y hasta donde el importe llegue, extinguiéndose en su caso las restantes prendas, sin convertirse en una prenda irregular. El bien, a su vez, se transmitirá como libre de gravámenes ⁽¹⁰⁹⁾.

En definitiva, y dada la brevedad con que el art. 1872 CC regula este procedimiento, y pese a las remisiones a otras normas — legislación notarial e hipotecaria, o a la aplicación supletoria del procedimiento extrajudicial establecido en la ley de hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento entre otras — que debe hacerse para completar el régimen procedimental extrajudicial, resulta conveniente y hasta obligado que en el título constitutivo de la prenda se concreten o al menos se completen las formalidades y requisitos de la subasta, por ejemplo, anuncios, depósito previo o consignación de cantidades para acudir a la misma, tipos mínimos para pujar, valoración del bien pignorado, etc. ⁽¹¹⁰⁾.

(107) GUILARTE ZAPATERO, *cit.*, p. 565.

(108) PÉREZ GONZÁLEZ Y ALGUER, *cit.*, p. 466.

(109) GUILARTE ZAPATERO, *cit.*, p. 565.

(110) Así por ejemplo, en la práctica, y reproducimos una vez más una de las cláusulas frecuentes al uso insertas en una póliza de pignorción de valores en garantía de operaciones, proporcionada por el Banco Popular Español, se establece:

“SÉPTIMA: Llegado el momento en que sea exigible cualquiera de las obligaciones garantizadas por la prenda constituida en la presente póliza y no habiendo sido satisfechas las

2. Ejecución en caso de participaciones en una sociedad en formación, acciones vinculadas y acciones intransmisibles.

A) Sociedad en formación.

Como ya hemos analizado en otro lugar ⁽¹¹¹⁾, el acreedor pignoraticio, en tanto se constituya la sociedad, tendrá derecho a solicitar, en caso de incumplimiento, la disolución parcial de la sociedad y la adjudicación de la cuota, pasando la prenda, una vez constituida la sociedad, al régimen común de los arts. 57 y 72 de la LSA, 31 y 37 de la LSRL y, en el caso de irregularidad, al del art. 1696 CC. Cuando se llega al momento de la ejecución, se realizará la parte del valor que representa ese derecho en el patrimonio social dando lugar a una liquidación parcial, siendo necesaria la autorización del resto de socios tanto para la enajenación como para que se permita que esta forma de ejecución se verifique mediante una subrogación en la cualidad de socio ⁽¹¹²⁾. Surge la duda de si el resto de socios deben otorgar su consentimiento en dos momentos, esto es, en el de la constitución de la prenda y en el ulterior de ejecución en caso de incumplimiento del crédito garantizado, o bastaría aquel inicial consentimiento para

mismas, podrá el Banco, sin necesidad de comunicárselo al/los pignorante/s o acreditado/s, ni de resolución judicial alguna, proceder a la realización de los valores pignorados en cualquiera de las formas admitidas en derecho: (...) c) No obstante, podrá también el Banco proceder, respecto a los valores admitidos a negociación en un Mercado Secundario Oficial (...) y, en todo caso, cuando se trate de valores no cotizables, a la realización de la prenda por ante Notario en subasta pública conforme a lo prevenido en el artículo 1872 del Código Civil, a cuyo fin deberá notificarlo previamente por conducto notarial al/los acreditado/s y al/los pignorante/s con una antelación mínima de 48 horas”.

Para tal supuesto se designa Notario competente, cualquiera a elección del acreedor, con competencia en la plaza del lugar de cumplimiento y como tipo de salida para la primera subasta, el doble del valor nominal de los respectivos valores pignorados; en caso de quedar desierta la misma, servirá de tipo para la segunda subasta el referido valor nominal.

En la póliza se llega a prescribir que la designación del Notario competente, *cualquiera a elección del acreedor*, puede tener carácter de cláusula abusiva. Recordemos la DA Primera de la Ley de defensa de los consumidores y usuarios, en el apartado 27 cuando señala como abusiva la cláusula “...la renuncia o transacción respecto al derecho del consumidor a la elección de fedatario competente según la Ley para autorizar el documento público en que inicial o ulteriormente haya de formalizarse el contrato”.

(111) Vid. APARICIO GONZÁLEZ/ VEIGA COPO, “La constitución de prenda sobre acciones”, *Derecho de Sociedades. Libro homenaje al Prof. Sánchez Calero*, vol. I, Madrid, 2002, p. 1107 ss., p. 1114; VEIGA COPO, *La prenda de acciones*, Madrid, 2002, p. 150.

(112) PAZ-ARES, *Comentario del Código civil*, II, art. 1696, *cit.*, p. 1474; MERKEL, *Bankrechts-Handbuch* [Schimansky/Lwowski/Bunte], II, Munich, 1997, § 93, RdNr. 132, aboga por admitir sólo la transmisión de la participación en el contrato de la sociedad, si se puede considerar admisible la pignoración en todo caso como lo menos perjudicial para el resto de los socios.

entenderlo implícito en el momento de la ejecución y posible entrada del acreedor pignoraticio en la sociedad. En nuestra opinión, el consentimiento para constituir la prenda implica el consentimiento para su enajenación llegados a la fase de ejecución. Esta es precisamente la característica de la prenda de participaciones, a saber, su normal ejecutabilidad mediante subasta (art. 1872 CC) ⁽¹¹³⁾. Si el acreedor, ante las dificultades de realización de la prenda, no ha tenido éxito al ejecutar la garantía según el procedimiento que establece el art. 1872 CC, dispone entonces de la facultad de instar la disolución parcial de la sociedad, con lo que el acreedor ejecuta su crédito sobre la cuota de liquidación del deudor, lo cual no supone la disolución total de la sociedad, sino que determinará únicamente la exclusión del socio, continuando la sociedad en formación con el resto de consocios, si así lo estiman conveniente, tras las oportunas modificaciones contractuales, y sin merma de las garantías de los acreedores sociales ⁽¹¹⁴⁾. Un derecho del acreedor pignoraticio a instar la disolución diferente del que el art. 16.1 LSA concede al socio fundador para que inste la disolución y exija la restitución de las aportaciones sociales ⁽¹¹⁵⁾.

Si la prenda subsiste una vez verificado el término de vigencia de la sociedad en formación, el objeto de la garantía se va a transformar. Si la sociedad se inscribe, el objeto recaerá directamente sobre las acciones, se lleguen o no a documentar; si la sociedad pasa a convertirse definitivamente en personalista, la prenda recaerá sobre las correspondientes participaciones en las mismas; es decir, y *de facto*, sobre el valor que representan, produciéndose en el momento de la ejecución la misma situación que en el caso de que la misma se verificase durante la fase de formación: así, si llegado el vencimiento de la obligación principal, y ante el incumplimiento del deudor, la garantía entra en su fase dinámica, pudiendo el acreedor o bien ejecutar la prenda sobre la cuota de liquidación del socio deudor en la sociedad, o bien pretender subrogarse en la

⁽¹¹³⁾ PAZ-ARES, en URÍA-MENÉNDEZ, *Curso de Derecho Mercantil*, I, Madrid, 2000, p. 650.

⁽¹¹⁴⁾ Así, VERGEZ/PANTALEÓN/PORTELLANO, "Régimen de las participaciones sociales en la sociedad de responsabilidad limitada", en *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, (Uría/Menéndez/Olivencia dirs.), t. XIV, vol. 1.º B, Madrid, 1999, p. 68.

⁽¹¹⁵⁾ Si el crédito garantizado vence antes de que transcurra el plazo de un año previsto en el art. 16.1 LSA a partir del cual los socios pueden solicitar la disolución de la sociedad en formación y previa liquidación del patrimonio social exigir la devolución de sus aportaciones, entonces puede el acreedor prendario tener derecho a ejecutar la prenda sobre la cuota de liquidación del socio de acuerdo con lo que dispone el art. 1700.3 CC, norma cuya aplicación a las sociedades de personas reconocía expresamente GIRÓN TENA, *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid, 1952, p. 612.

posición social del deudor siempre que lo consientan el resto de los socios, superando ese implícito *pactum de non cedendo* ⁽¹¹⁶⁾.

B) La prenda sobre acciones vinculadas y los problemas de la ejecución.

El hecho de que se autorice la constitución de la prenda sobre acciones con cláusulas restrictivas no implica aceptar al acreedor pignoraticio en el seno social como titular limitado y duradero. En efecto, la admisión de la constitución de la garantía y, como tal, la del acreedor prendario está abocada a ser temporal dentro de la sociedad. Otra cuestión es que el deudor incumpla su obligación principal y el acreedor a la hora de ejecutarla prenda se convierta en adjudicatario de esas acciones y como tal en consocio en la sociedad. Ante esta situación fáctica siempre queda la posibilidad de rescatar o adquirir con preferencia al mismo en sede de ejecución (art. 64.2 LSA y 31 LSRL). En consecuencia, cuando la prenda se ejecute mediante subasta, judicial o extrajudicial ante notario, procederá o bien el rescate en los términos del art. 64.2 LSA o bien la adquisición con preferencia al acreedor en el caso del art. 31 LSRL, sin que, si estamos ante el caso de venta de acciones de acuerdo con el art. 1872 CC, el fedatario encargado de la subasta deba preocuparse más allá de lo que haría en el caso de cualquier otro bien. Es esta otra ventaja de la postergación de la restricción a un momento ulterior a la conclusión de la ejecución. El derecho de rescate del rematante una vez concluido el procedimiento de ejecución es un derecho que, sin lugar a dudas, cumple eminentemente una función disuasoria hacia todo previsible postor que quiera acudir a la subasta pública si previamente no ha tratado de obtener el *placet* del beneficiario de la restricción ⁽¹¹⁷⁾. ¿Para qué va a pujar y en su caso adjudicarse las acciones, si cuando pretenda legitimarse frente a la sociedad le aplicarán la restricción?

Por otra parte, el que se autorice la constitución de la prenda no implica pues una autorización irrevocable y posible admisión del acreedor prendario como titular pleno y definitivo en la sociedad. De este modo, el que el beneficiario admita en un primer momento la constitución de la garantía no le impide que en caso de ejecutarse esas acciones plantee al acreedor de nuevo la cláusula y vete su acceso a la sociedad. Indudablemente no tiene la misma repercusión admitir a un tercero como acreedor de un derecho limitado que el

(116) La doctrina del Tribunal Supremo ha venido calificando al negocio jurídico sobre las acciones en la fase de preinscripción de totalmente ineficaz; sirva como botón de muestra la STS de 8 de mayo de 1987.

(117) Sobre estos extremos PERDICES, *Cláusulas restrictivas a la transmisión de acciones y participaciones*, Madrid, 1997, p. 291.

que éste devenga socio de un modo definitivo y permanente. El acreedor pignoraticio tiene un interés limitado y, en consecuencia, una limitada influencia e intervención sobre la sociedad. Ahora bien, ello dependerá también de la cualidad y el peso específico del socio deudor en la vida social. No obstante no es menos cierto que siempre puede darse el caso de que el acreedor convertido en adjudicatario acabe finalmente entrando en la sociedad en el supuesto de que el beneficiario de la restricción renuncie a la misma a favor de aquél, o en el caso de que el socio solicite la autorización con esa previsión y así se le conceda.

Cuando estamos en sede de anónimas, y ante los supuestos de procedera rescatar las acciones de una ejecución, el precio no se determina por lo general hasta el momento del remate, ya que ese remate es el que determinará el valor más cercano al real y hará las veces del precio pactado con el tercero, siendo preciso en consecuencia esperar para ejercitar el derecho de adquisición a que ese remate se verifique. El propio art. 31.3 LSRL especifica: *el precio a pagar al adjudicatario al ejercitar su derecho de adquisición (rescate) será el de remate más los gastos correspondientes*. Ahora bien, no tendría demasiado sentido, que, satisfecho el interés del acreedor pignoraticio que provocó la ejecución, el rematante quede sujeto a una especulación según la relación entre el precio de remate y el valor real de las participaciones vinculadas. No puede el rematante sufrir alteración patrimonial alguna como consecuencia de la operatividad de la cláusula restrictiva, pues si esta alteración se verifica se acabaría con el sistema de subastas en general y con el de acciones y participaciones en particular (vid. RDGRN 2-XII-1991, RJ 9589). La similitud se hace evidente con el fenómeno del tanteo: el adquirente debe pagar, en principio, el precio de mercado, que en el tanteo es el ofrecido por un tercero de forma particular y en nuestro caso es el mejor de los ofrecidos en una licitación pública.

Otra cuestión es la admisibilidad de una cláusula de limitación del valor prevista estatutariamente, dado que si en los estatutos se fija el valor de esa participación con carácter general, el socio y sus acreedores están obligados a pasar por él, recibiendo los acreedores lo mismo que hubiera podido recibir el socio.

En puridad para hablar de esa adquisición preferente debe verificarse con anterioridad a la adquisición definitiva del rematante, ya que en este caso no habría lugar a la preferencia, sino a un retracto. Esto se consigue si el remate queda resolutoriamente condicionado al ejercicio de la preferencia por parte de los beneficiarios de la restricción. La propia literalidad del art. 64.2 LSA es clara: *“El mismo régimen se aplicará cuando la adquisición de las acciones se haya producido...”*, si la adquisición ya se ha producido, la presencia de un

mecanismo de actuación *a posteriori* parece la lógica ⁽¹¹⁸⁾. Este artículo 64.2 supone, en definitiva, permitir al rematante una adquisición válida y perfecta, pero sujeta al derecho de adquisición de los beneficiarios que eventualmente puedan rescatarla, y que se verificará en el normal de los casos cuando el rematante pretende solicitar la legitimación ⁽¹¹⁹⁾.

C) Acciones intransmisibles.

Para la pignoración de acciones intransmisibles, caso de las sociedades laborales o profesionales, es necesario el consentimiento unánime del resto de los socios. Se aplican las condiciones de las participaciones sociales en sociedades de personas ⁽¹²⁰⁾. Así, llegado el momento de la ejecución, la participación quedará sujeta al régimen de las participaciones en dichas sociedades (art. 1699 CC). La intransmisibilidad estatutaria determina la amortización de la participación, viniendo a sustituirse por la cuota de liquidación correspondiente al socio; se trata de un supuesto de liquidación parcial cuya admisibilidad es dudosa en la sociedad civil, pero que creemos perfectamente admisible en las de capital y en las personalistas. No obstante, para evitar esa disolución parcial, siempre cabría un acuerdo con el rematante, por el cual se permite su entrada en la sociedad adquiriendo esa participación, claro está, con el consentimiento unánime de todos los socios, como sucede en la sociedad civil ante cualquier supuesto de embargo de la participación del socio y como en cualquier supuesto de ejecución forzosa de una participación intransmisible ⁽¹²¹⁾. En la sociedad civil la prenda de la participación sólo es posible con el consentimiento del resto de socios (art. 1696 CC), lo cual implica a su vez la autorización para su

(118) Cfr. PERDICES, *Cláusulas*, cit., p. 295, con lo que esta postergación del juego de la restricción permite además una limpia aplicación de la misma en el caso de ejecuciones extrajudiciales, como la del art. 1872 CC.

(119) Es expresivo el artículo 8.b) de los estatutos de “Industrias Betón, S.L.”, inscritos en el tomo 41, hoja M-794 del Registro Mercantil de Madrid (*non vidi*, cita de PERDICES, *Cláusulas*, p. 297, nota 111) cuando señala: “En las transmisiones resultantes de procedimientos de ejecución judicial o administrativa, los Administradores podrán, en el plazo máximo de un mes desde que se solicite la inscripción en el libro registro de socios, presentar al rematante un adquirente u ofrecer como compradora a la propia sociedad (...) Será precio de compra el que lo haya sido de remate.”

(120) Al respecto, PERDICES, “Sociedades Laborales”, en GARCÍA DE ALBIZU/PERDICES/GOÑI/DE LA HUCHA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles* (Uría/Menéndez/olivencia dirs.), XV, Madrid, 2000, p. 189.

(121) PERDICES, *Cláusulas*, cit., p. 343.

enajenación en sede de ejecución. De no poder ejecutarse, el acreedor podrá instar la disolución (art. 1699 CC) ⁽¹²²⁾.

No sería necesario un nuevo consentimiento de los socios para proceder a la ejecución, estando implícito en el consentimiento dado para la constitución de la garantía. Esta es precisamente la característica de la prenda de participaciones, a saber, su normal ejecutabilidad mediante subasta (art. 1872 CC). Lo cual lleva a interrogarnos cuándo se activa en realidad la restricción, si en el momento de la constitución de la garantía, o en el momento definitivo de ejecución de esas acciones ante el incumplimiento del socio deudor del crédito garantizado. Así las cosas, la respuesta no puede ser otra que entender activada la restricción en el momento de consentir la constitución de la garantía.

VII. EL PACTO COMISORIO

1. Concepto y perspectiva evolutiva

Se entiende por pacto comisorio el pacto contenido en el contrato de garantía por el cual las partes convienen, para el caso de que el deudor insatisfaga la prestación pactada, la adquisición del dominio de la cosa objeto de gravamen por parte del acreedor ⁽¹²³⁾. El ámbito de aplicación del pacto comisorio se circunscribe en principio a la adquisición del objeto dado en garantía a través de un negocio típico de esta naturaleza como puede ser una prenda, pero nada impide que las partes estipulen y extiendan su aplicación a negocios de carácter atípico como una venta en garantía o una *fiducia cum creditore*.

La disposición del artículo 1859 CC es una limitación de la condición de disponibilidad de los bienes de la garantía exigida por el artículo 1858 CC, toda vez que en él se determina y regula precisamente la extensión del derecho del acreedor sobre los bienes pignorados ⁽¹²⁴⁾. Es esta limitación una consecuencia lógica y jurídica del concepto en que se gravan dichos bienes y del fin a que obedece la garantía prendaria, pues es por consecuencia de la prenda por

⁽¹²²⁾ PAZ-ARES, *Comentario, cit.*, p. 1474; en contra GIRÓN, *Derecho, cit.*, p. 614 ss.

⁽¹²³⁾ PUIG FERRIOL, voz "pacto comisorio", EJB, III, Madrid, 1995, p. 4709, lo define como el pacto inserto en el negocio jurídico por el que se constituye un derecho real de prenda, hipoteca o anticresis, en virtud del cual se establece que si el deudor incumple la obligación asegurada, el bien sobre el cual recae la garantía (que tiene siempre un valor notablemente superior al importe de la deuda garantizada) podrá hacerlo suyo el acreedor de forma inmediata.

⁽¹²⁴⁾ Como bien señalan CARRASCO/CORDERO/MARÍN, *cit.*, p. 846, lo que prohíbe el art. 1859 CC son los pactos que entrañan una apropiación causalizada en la concesión de crédito.

la que se entregan y gravan los bienes, no para que pueda disponer de ellos el acreedor hasta el cumplimiento de la obligación garantizada, sino tan sólo para asegurar la efectividad del crédito o de dicha obligación, lo cual es contrario a toda idea de apropiación o de disposición de las cosas pignoradas ⁽¹²⁵⁾. Consecuencia de la imposibilidad de apropiación por el no pago es que el acreedor podrá retener la cosa hasta que se le pague y, en tanto no llegue el caso de ser expropiado de ella —insiste el artículo 1869 CC—, el deudor sigue siendo dueño de la misma.

Al hilo de las diferentes discusiones sobre la fundamentación de la prohibición, el principal problema en pro o en contra del pacto es claro: económicamente el objeto de garantía goza de un valor económico superior al valor de la obligación principal —por cuya razón se constituía—, con lo que el acreedor puede devenir propietario de un objeto de gran valor, sin que se pueda contrastar cuál es su valor de mercado ⁽¹²⁶⁾. Es un principio de ética jurídica el mantener la conmutatividad en los contratos, y esta conmutatividad exige una razón de igualdad o paridad que no omita la lícita ganancia ⁽¹²⁷⁾. Bien está que el acreedor trate de que la obligación se cumpla en todo caso y por ello exija garantías que aseguren el cumplimiento de la obligación principal; pero otra cuestión es que se pueda adjudicar la cosa por impago de la obligación.

Por otra parte, una vez que el legislador se preocupó por dotar de cobertura legal a la prohibición de la usura, este hecho, implícitamente, supuso una dulcificación en el fundamento que sostenía la ilicitud de la ley comisoria, reconduciéndose ahora tal interdicción hacia un principio general de proporcionalidad entre las partes, así como la protección a la parte más vulnerable a la hora de contratar, el deudor, quien, débil y necesitado de financiación, solicita un capital que sólo obtiene plegando su voluntad a las cláusulas estipuladas —presumiblemente abusivas— por su contraparte o, en la terminología de hoy, por el predisponente ⁽¹²⁸⁾.

(125) Sobre el particular vid. MANRESA Y NAVARRO, *cit.*, pp. 396-397; concluye con la aseveración de que los bienes entregados en prenda ha de conservarlos el acreedor como en depósito.

(126) Por lo general el valor de las cosas dadas en prenda o hipoteca es bastante superior al montante de la obligación garantizada y no hay razón alguna para que el acreedor obtenga tal sobreprecio, v. CAPILLA RONCERO, *La responsabilidad*, *cit.*, p. 205.

(127) Conforme SCAEVOLA, *cit.*, XXIX, p. 309.

(128) Así GARCÍA GOYENA, *Concordancias, Motivos y comentarios*, T. IV, Madrid, 1852, p. 178, afirma: "porque, permitido este pacto, el hombre necesitado sería siempre vícti-

De este modo, al amparo de un pretendido principio tuitivo o amparador de la parte más débil se procedió a declarar la nulidad del pacto comisorio, con independencia de las circunstancias concurrentes en cada contrato en particular, y de la efectiva constatación del estado de inferioridad del deudor, así como de la probable coacción ejercida por un acreedor que se prevale de su posición preeminente ⁽¹²⁹⁾. Así, la prohibición del pacto se ampara exclusivamente en la tutela del contratante, prescindiendo del principio de proporcionalidad, de forma que el pacto debe ser declarado nulo con independencia de toda indagación sobre el estado de necesidad del deudor estipulante o acerca de la posible o efectiva coacción sufrida por el deudor, al margen incluso de que analizando la proporción existente entre el valor del bien objeto de la garantía y el importe de la obligación garantizada resulte en concreto ventajoso para el deudor ⁽¹³⁰⁾.

También la *ratio* prohibitiva del pacto comisorio se ha tratado de reconducir a la defensa de la efectividad del principio de la *par conditio creditorum*, regla que quedaría alterada al sustraerse a la común garantía de los restantes

ma del prestamista codicioso, y éste encuentra seguridad de ser pagado en la prenda, cuyo valor rara vez deja de exceder con mucho al de la cantidad prestada"; en sentido análogo SCAEVOLA, XXIX, *cit.*, p. 308-309; WINDSCHEID, *Diritto delle Pandette*, 1, *cit.*, en la p. 866 defiende que si no se encuentra ningún comprador de la prenda, el acreedor podrá hacerlo asignar en propiedad, siempre y cuando se contenga el verdadero valor de la cosa, correspondiendo al propietario sin embargo un derecho de rescate por dos años; a favor de la nulidad de todo tipo de estas cláusulas JOSSERAND, *Cours de Droit Civil positif Francais*, II, 3.ª ed., París, 1939, p. 937; para VALVERDE Y VALVERDE, *Tratado*, II, *cit.*, p. 537-539, es ilícito el pacto por el que se autorice al acreedor para apropiarse la hipoteca por falta de pago del deudor, pero será válido el pacto por el que dé facultad al acreedor para que utilice el procedimiento extrajudicial que se determina para la prenda en el art. 1872.

⁽¹²⁹⁾ Esta es la postura que arguye ROPPO, "La responsabilità patrimoniale del debitore - Il divieto del patto commissorio", *Trattato di Diritto Privato. Tutela dei Diretti*, 19-I (Rescigno dir.), Ristampa, 1986, pp. 433-448, esp. p. 436, que sin ser la mayoritaria goza de gran número de adeptos; en contra BIANCA, voz "Patto commissorio", *Novissimo Digesto Italiano*, XVI, Turín, 1965, p. 711 ss.; Id., *Il divieto del patto commissorio*, Milán, 1957; VARRONE, *Il trasferimento della proprietà a scopo di garanzia*, Nápoles, 1968, p. 55, aboga por la ineficacia pero no por la nulidad; a favor de su proscripción HENRI DE PAGE, *Traite*, VI, *cit.*, p. 1092; COLIN Y CAPITANT, *Curso elemental Derecho Civil*, V, con notas de DE BUEN, en notas al *Curso elemental de derecho civil*, de COLIN Y CAPITANT, V, Madrid, 1955, p. 91; PUIG PEÑA, *Tratado de Derecho Civil español*, III-2, Madrid, 1974, p. 429: "La proscripción, del pacto comisorio es terminante, y, además, tradicionalmente reiterada en nuestro derecho, siendo justificada la misma por **elementales razones de ética**"; MIRALLES GONZÁLEZ, "Realización coactiva del derecho de prenda con desplazamiento", *RJCat.*, 1985, p. 327, defiende la prohibición del pacto comisorio como vehículo y medida de garantía: control y eficacia como elementos determinantes de la ejecución.

⁽¹³⁰⁾ ROPPO, "Il divieto del patto commissorio", *cit.*, p. 436.

acreedores el posible sobrante o valor residual de la cosa previamente ofrecida en prenda ⁽¹³¹⁾.

No han faltado voces que han alegado que el fundamento verdadero de la prohibición del pacto comisorio es la salvaguarda de la atribución en exclusiva de la potestad jurisdiccional a los órganos judiciales, por lo que de admitir el pacto implícitamente derogaríamos el procedimiento de ejecución forzosa de la garantía establecido en la ley ⁽¹³²⁾. Se habla de una pretendida exclusividad de los órganos jurisdiccionales en el ejercicio de la función ejecutiva que asegura el interés del deudor y de sus acreedores y que provoca que el ordenamiento mire con cierto recelo las formas privadas de liquidación del patrimonio del deudor. La idea no puede compartirse, pues implica el olvido de los supuestos de satisfacción al margen de los procedimientos judiciales, o la misma posibilidad de ejecución cuando en garantía se constituyó una prenda irregular ⁽¹³³⁾.

La doctrina y jurisprudencia actuales coinciden, sin duda, en entender que, al amparo del artículo 1859 CC, debe declararse la nulidad del pacto comisorio (vid. entre otras las SSTs de 25-IX-1986 y 22-XII-1988 y las Resoluciones DGRN de 10-VI-1986, 3-VI-1987 y 16-XI-1987) ⁽¹³⁴⁾. Ahora bien, aun manteniendo la prohibición de la figura, debemos cuando menos cuestionarnos si es que no existen acaso medios alternativos que indirectamente burlen la prohibi-

(131) Tesis sostenida por CARNELUTTI, "Note sul patto commissorio", Riv. Dir. Commer., 1916, II, p. 887 y ss.; LOJACONO, *Il patto commissorio nei contratti di garanzia*, Milán, 1952, p. 37, señala la inadecuación de la sanción de nulidad para el pacto comisorio respecto de otros supuestos de protección a la parte débil arbitrados mediante la acción de rescisión; MIELE, "Sul patto commissorio immobiliare", Riv. Dir. Comm., 1946, II, p. 69 y ss.; CHIRONI, *Trattato dei privilegi, delle ipoteche e del pegno*, I, Turín, 1894 (existe otra edición de 1917), I, p. 533; BIANCA, voz "patto commissorio", en *Novissimo Digesto Italiano*, XVI, 1965, pp. 711-721, esp. p. 713.

(132) Tesis mantenida en su día por autores italianos como BETTI, "Su gli oneri e i limiti dell'autonomia privata in tema di garanzia e modificazione di obbligazioni", Riv. Dir. Comm., 1931, II, p. 699 ss.; ENRIETTI, "Patto commissorio ex intervallo", Riv. Dir. Priv., 1939, I, p. 27 ss; entre nosotros BUSTOS PUECHE, "Teoría general sobre los derechos reales de garantía", *cit.*, p. 563, sigue la teoría de la ejecución privada de D'AMELIO; en contra, FELIU REY, *La prohibición del pacto comisorio y la opción en garantía*, Madrid, 1995, p. 79, quien defendiendo la admisión del pacto marciano critica la tesis de BUSTOS, pues en este caso la ejecución de la obligación incumplida no estaría a cargo del Estado, sino que se basaría en un acuerdo de las partes sujeta a una *justa estimación*.

(133) Al respecto CRUZ MORENO, *La prenda irregular*, *cit.*, p. 160; con anterioridad en el mismo sentido, entre otros MAZEUD, *Leçons de Droit Civil*, T. III, París, 1963, p. 75, y LOJACONO, *cit.*, p. 56.

(134) Como indica FÍNEZ RATÓN, *cit.*, p. 552, la relación entre la prohibición del pacto comisorio y procedimiento tasado de ejecución es innegable. Precisamente éste permite la realización de la garantía al margen de la voluntad arbitraria del acreedor.

ción. Pensemos así por un momento en aquellos convenios por los que las partes estipulan, para el caso de incumplimiento, medios de pago perfectamente admitidos en derecho, como la adjudicación de una cosa para pago o en pago de la obligación o la dación en pago, o que el acreedor pueda adquirir la cosa dada en garantía, por venta, con la cautela previa de fijar el precio por mecanismos objetivos de evaluación o tasación ⁽¹³⁵⁾. ¿Es que acaso no sería válida una dación *pro soluto* o incluso *pro solvendo* concertada una vez vencida la obligación asegurada, como por ejemplo la convenida por el acreedor ex art. 640 LEC?. O el caso de prendas que tienen por objeto cosas líquidas como por ejemplo una prenda de créditos en la que el ejercicio del derecho de prenda no exige que la cosa sea ejecutable. Cómo no iban a valer en una prenda de créditos el pacto en virtud del cual el crédito será ejecutado mediante compensación con los créditos que el acreedor ostente contra el pignorante [SSTS 7/10/1997 (RJ 7101) y 13/11/1999 (RJ 9046)]. Y ello sin olvidar el mecanismo de la venta en garantía —ideado para eludir la prohibición del pacto comisorio—, que como todo instituto jurídico confiado a la libre voluntad de las partes también está, por ello mismo, expuesto al abuso ⁽¹³⁶⁾.

En cualquier caso, parece explícito que el motivo determinante de la prohibición del pacto comisorio está en función de la desproporción que se genera entre el valor de lo debido y el valor de la pérdida que sufre el deudor por el hecho de que el acreedor se apropie de la cosa objeto de garantía ⁽¹³⁷⁾. Pensemos ahora en el supuesto de una prenda de valores anotados en cuenta y en la que la

⁽¹³⁵⁾ Se ha mantenido en este sentido que la prohibición del pacto comisorio no debe alcanzar a aquellos pactos de adquisición que invistan al negocio de una evidente e indudable conmutatividad; así REGLERO CAMPOS, “Ejecución de las garantías reales mobiliarias”, en *Tratado de garantías en la contratación mercantil*, (Nieto Carol/Muñoz Cervera coord), II, 1, Madrid, 1996, pp. 421-484, p. 430; también PUIG FERRIOL, *cit.*, III, p. 4710, defiende esta postura; BUSTOS, *cit.*, p. 565: “Ambas modalidades, *pro soluto* o *pro solvendo*, resultan indudablemente lícitas. Nada hay que objetar por el hecho de que el objeto de esa dación sea la misma cosa que se ofreciera primeramente en garantía. Estamos ante un negocio esencialmente diferente del contrato de garantía.”

⁽¹³⁶⁾ BOEHMER, *El derecho a través de la jurisprudencia*, Barcelona, 1959, p. 328: “De forma progresiva, la transmisión de seguridad fue aprovechada, por una parte, para someter al deudor necesitado de crédito a la tiranía de un acreedor económicamente más fuerte (*in praxi* la mayor parte de las veces un gran Banco) que se hacía garantizar la concesión de créditos duraderos, renovados y aplazados con una cobertura excesiva; por otra parte también se utilizó para perjudicar a los demás acreedores mediante sustraer a la acción de los anteriores y colocar fuera del alcance de los posteriores los elementos patrimoniales más valiosos o incluso todo el patrimonio con la transmisión a favor del acreedor principal.”

⁽¹³⁷⁾ Al hilo de este argumento CAPILLA RONCERO, en *La responsabilidad patrimonial universal y el fortalecimiento de la protección del crédito*, Jerez de la Frontera, 1989, p. 207, se decanta por la admisibilidad del pacto *ex intervallo*.

entidad encargada de la llevanza del registro contable es al mismo tiempo la acreedora pignoratícia; llegado el momento del vencimiento de la obligación principal y ante el incumplimiento, ¿qué impide a la entidad aplicar el pacto comisorio sobre unos valores que tiene y bloqueados a su favor?, ¿es que acaso no se hace en la práctica del tráfico?

Con independencia de la licitud o no de tal pacto, la propia inserción del mismo en el contrato no invalida la constitución de la prenda, que por regla general continuará siendo válida ⁽¹³⁸⁾. Incluso si calificamos su inclusión como cláusula abusiva, no por ello se invalidaría el resto del contrato, sino que simplemente se tendría por no puesta, pues sólo de esta manera o con esta interpretación favoreceríamos al deudor ⁽¹³⁹⁾.

La Ley de los consumidores, en su redacción original, preveía la nulidad de las cláusulas abusivas, dando origen a una nulidad parcial del contrato, si bien podrá llegarse a la ineficacia total del mismo “cuando las cláusulas subsistentes determinen una situación no equitativa en la relación contractual” (art. 10.4, párr. 2), solución que era considerada como excesiva por buena parte de la doctrina. El nuevo artículo 10 bis de la Ley de los consumidores, basándose en la Directiva comunitaria 93/13, prevé que la existencia de una cláusula abusiva puede originar una nulidad parcial del contrato, si bien admite excepcionalmente la ineficacia total del contrato en ciertos supuestos; el artículo 10 bis.2, tras declarar la nulidad de pleno derecho de las cláusulas abusivas, establece que la parte de contrato afectada por la nulidad se integrará con arreglo a lo dispuesto en el artículo 1298 del Código civil. A estos efectos, el Juez que declare la

⁽¹³⁸⁾ Unánime; entre otros, DE BUEN, en notas al *Curso elemental de derecho civil*, COLIN Y CAPITANT, V, *cit.*, p. 120; para PUIG FERRIOL, *cit.*, p. 4710: “se estará aquí ante un caso de nulidad parcial del negocio jurídico (así la STS 19-11-1891); MANRESA, *Comentarios*, XII, *cit.*, p. 400, con respecto a esta última sentencia afirmaba: “La sentencia de 19 de noviembre de 1891 establece que el número 4 del artículo 107 de la ley hipotecaria y el 1884 del Código civil, en relación con el 1858 y 1859 del mismo, se limitan a declarar la ineficacia o nulidad de los actos allí indicados, pero no la nulidad de la obligación principal que garantizan, cuyo cumplimiento puede pedir el deudor”; también a favor del principio de conservación del negocio ALBALADEJO, *cit.*, p. 246; PLANIOL-RIPERT, *Traité*, XII, p. 135, a favor de su consideración de la cláusula como no escrita sin que afecte a la constitución de la prenda; HENRI DE PAGE, *cit.*, p. 1093.

⁽¹³⁹⁾ Se entiende por 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 derivan del contrato. En todo caso se considerarán cláusulas abusivas los supuestos de estipulaciones que se relacionan en la Disposición adicional de la ley de defensa de consumidores y usuarios. Esta Disposición adicional primera enuncia de una forma ampliada y matizada la lista negra que acompaña a la Directiva 93/13, que en cualquier caso ha de estimarse una enunciación abierta a la calificación de otras cláusulas como abusivas.

nulidad de dichas cláusulas integrará el contrato y dispondrá de facultades moderadas respecto de los derechos y obligaciones de las partes, cuando subsista el contrato, y de las consecuencias de su ineficacia en caso de perjuicio apreciable para el consumidor o usuario. Sólo cuando las cláusulas subsistentes determinen una posición no equitativa en la posición de las partes que no pueda ser subsanada podrá declarar la ineficacia del contrato.

2. Extensión de la interdicción legal. Del pacto comisorio *ex intervallo* al pacto marciano

Resulta paradójico el hecho de que, no obstante, después de todo, el pacto comisorio no está prohibido —al menos de forma expresa y taxativa— en el Código para la prenda y la hipoteca; sí en cambio para la anticresis⁽¹⁴⁰⁾. El artículo 1859 CC se asienta en la idea de considerar que, incumplida y no satisfecha la obligación garantizada, la realización del valor de la cosa, siempre y cuando se atenga a los requisitos procedimentales que aseguren la obtención del mejor precio en la venta, representa una solución satisfactoria y suficiente para el acreedor garantizado, y es además la menos perjudicial para el deudor, así como para los restantes acreedores de éste⁽¹⁴¹⁾.

Si el Código Civil en su artículo 1859 es más o menos contundente al declarar que el acreedor no puede apropiarse de las cosas dadas en prenda o disponer de ellas, lo que no deja claro es si las partes, al amparo de ciertas estipulaciones, pueden en cierta medida encubrir la prohibición comisorio, con ulteriores acuerdos o pactos alternativos que dulcifiquen la carga negativa que tiene el pacto comisorio. Es decir, si el riesgo del pacto comisorio no es otro que el acreedor se apropie de las cosas gravadas por valoraciones inferiores a la verdadera, con el consiguiente enriquecimiento sin causa, entonces debemos preguntarnos, por una parte, si esta sanción de nulidad debe extenderse a aquellos acuerdos que, sin ser el estricto pacto comisorio y, por tanto, ineficaz, pueden dar lugar a situaciones igualmente injustificadas y lesivas para el deudor y, por otra parte, si son válidos aquellos convenios que, a pesar de una proximidad o apariencia con el comisorio, no entrañan el peligro o riesgo que se trata de evitar mediante la prohibición absoluta del pacto comisorio estricto.

(140) ALBALADEJO, *Derecho*, III-2, *cit.*, p. 244, se interroga ante este hecho: “¿hay que entender que el espíritu del art. 1859 lo prohíbe, porque lo engloba?, o, por el contrario ¿hay que pensar que este artículo sólo ordena la no apropiabilidad, para el caso de no haberla pactado, pero que, rigiendo el principio de autonomía de la voluntad, el pacto (comisorio) en contra puede sustituir al precepto legal (que ha de estimarse dispositivo, a falta de que se le dé carácter imperativo)?”.

(141) Cfr., DÍEZ-PICAZO, *Sistema*, *cit.*, p. 473; GUILARTE, art. 1859, *Comentario del Código Civil*, II, *cit.*, p. 1863.

De este modo, cabe cuestionarse en primer lugar la admisibilidad de un pacto comisorio suscrito en un momento ulterior a la celebración del contrato de garantía ⁽¹⁴²⁾. Generalizar la nulidad del pacto comisorio resulta discutible en alguna medida, pues no siempre determinará un perjuicio injustificado para el deudor, cuestión bien distinta serían aquellos pactos no vinculados con la concesión de la financiación sin perjuicio de las posibles rescisorias que atañan al resto de acreedores en caso de fraude (art. 1291.3 CC).

La literalidad de la prohibición no es, en nuestro código civil, tan extensa como en otros ordenamientos. En el artículo 2744 del *Codice* expresamente se proclama la nulidad del pacto comisorio cuando se estipule incluso posteriormente a la constitución prendaria o hipotecaria ⁽¹⁴³⁾. Asimismo el código civil portugués, en su art. 694, es partidario de la nulidad del pacto con independencia de que sea anterior o posterior a la constitución de la garantía ⁽¹⁴⁴⁾.

De este modo, y vistas las razones que tradicionalmente se han apuntado en contra de la admisibilidad del pacto *ex intervallo*, parece lícito el pacto por el

(142) Vid. HENRI DE PAGE, *Traite*, cit., p. 1092.

(143) Rechazando la admisibilidad, por todos RUBINO, *La responsabilidad*, cit., p. 23; no obstante, ya durante la vigencia del anterior código, a pesar de lo postulado por el art. 1884, par. 2, se percibía cierto disenso en la doctrina. Así VIVANTE, *Trattato di Diritto Commerciale*, IV, Milán, p. 347; ASCOLI, "Patto comisorio nel pegno", Riv. Dir. Civ., 1931, pp. 207-209; en contra STOLFI, *Diritto Civile*, II-3, Turin, 1932, p. 173, "é nullo anche se venga stabilito dopo la costituzione del pegno."

(144) Así, ANTUNES VARELA, cit., p. 532 explicita que la ley no permite que el acreedor se quede con la cosa pignorada, sin avalúo; en idéntico sentido DA CUNHA GONZALVES, *Tratado de Direito Civil*, V, Coimbra, 1932, pp. 251-252 quien citaba ya en aquel entonces un Decreto de 25 de marzo de 1927, en cuyo art. 9 se disponía: "que dos contratos constará sempre a avaliação dos objectos dados como penhor, a qual será a do seu valor venal no acto de empréstimo, não podendo em caso algum as quantias mutuadas exceder 80 por cento da avaliação; DÍEZ-PICAZO, *Sistema*, III, cit., p. 501, es tajante al afirmar que la nulidad debe predicarse del pacto comisorio aunque se convenga después de la constitución de la garantía; GUILARTE, *Comentario*, cit., p. 461, mantiene la validez si no se acredita la inmoralidad del pacto comisorio constituido en el momento posterior al nacimiento de la obligación o de la garantía; ALBALADEJO, *Derecho*, cit., 1991, p. 247; a favor de la licitud de una estipulación posterior, pactada después del vencimiento de la deuda o incluso con anterioridad a este vencimiento, COLIN Y CAPITANT, *Curso*, V, cit., p. 92; en el derecho alemán ENNECERUS/WOLFF, *Tratado de Derecho civil* [Traduc. Pérez González y Alguer], III- 2, p. 427, mantenían también que la prohibición no afecta, sin embargo, a los contratos de comiso que se concluyan después del vencimiento de la prenda (§ 1229), además el mismo autor, nota 8, basándose en RAAPE, *Verfallklausel bei Pfand und Sicherungsübereignung*, 1913, p. 37 ss., afirma: "Por tanto, puede pactarse ya el comiso de la totalidad de la cosa cuando el crédito esté vencido sólo en parte"; vid. también en la doctrina alemana DAMRAU, *Sachenrecht* (§§ 854-1296), *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, (Rebmann/Säcker coords.), IV, Munich, 1981, pp. 1630 ss., p. 1706.

que deudor y acreedor convienen, para el caso de incumplimiento de la obligación principal, que la propiedad de la cosa pase al segundo previa justa estimación, con la obligación de devolver el eventual exceso que sobre el importe de la deuda represente la valoración establecida, de manera que la deuda se compense en la parte concurrente ⁽¹⁴⁵⁾. Son los caracteres del pacto marciano ⁽¹⁴⁶⁾. Con lo que el caballo de batalla se centra en la valoración de la cosa objeto de garantía. Valoración fijada con arreglo a criterios objetivos, que no será complicada si en garantía se han entregado acciones admitidas a negociación oficial en un mercado secundario sometida diariamente a un precio objetivo de mercado ⁽¹⁴⁷⁾; otra cuestión es que si estas acciones disminuyen progresivamente en su cotización y el deudor no repone el valor de la garantía en lo estipulado inicialmente, el acreedor exija el cumplimiento anticipado de la obligación *ex art. 1129.3 CC*, o exija la reposición o sustitución de unos valores por otros en caso de prendas rotativas. Esta adjudicación —pacticia— equivale a una dación en pago por el avalúo previamente efectuado. Ahora bien, la pregunta que cabe hacernos es ¿a quién pertenece la opción entre proceder a la venta o ejecución y la opción por la adjudicación del bien entregado en prenda y previamente valorado ⁽¹⁴⁸⁾?

Por otra parte, la consideración del pacto *ex intervallo*, (aquél que se pacta en un momento ulterior a la constitución de la obligación principal garantizada), como del pacto marciano (que implica una valoración y justa estimación de

⁽¹⁴⁵⁾ Ya advertía en su día al respecto SÁNCHEZ ROMÁN, *Estudios de Derecho civil*, IV, Madrid, 1899, p. 892, que *el pacto de la ley comisoría no es lo mismo que el pacto comisorio, puesto que sólo autoriza al acreedor para adquirir, con el acuerdo del deudor, la cosa por su justo valor, según tasación, devolviendo al deudor el exceso si lo hubiere; en el mismo sentido diferenciando el pacto de la ley comisoría y el pacto comisorio* MANRESA, *Comentarios*, XII, *cit.*, p. 458; DA CUNHA GONZALVES, *cit.*, p. 254, aboga por la validez del pacto por el que las partes acuerdan que el acreedor se queda con la prenda mediante *avalição previamente combinada*, si bien dependiendo del momento de la celebración del contrato.

⁽¹⁴⁶⁾ MAROCCO, “Note sul patto marciano”, *Nuovo Dir.*, 1989, pp. 977-981; SALINAS, *cit.*, p. 154, trae a colación el pacto marciano como excepción en nuestro derecho a la nulidad de la venta en garantía, de modo que si se estableciere expresa o tácitamente un pacto de esta naturaleza la venta en garantía siempre que fuere acompañada de esta estipulación gozaría de validez.

⁽¹⁴⁷⁾ La STS de 27 de marzo de 1926 mantenía que no es contraria a la prohibición del art. 1859 CC la estipulación por la que se concede al acreedor para el caso de incumplimiento de una obligación el derecho de hacer suyos, a un tipo determinado de cotización, los valores entregados como garantía de aquélla, pues tal estipulación, por llenar el requisito esencial del señalamiento de precio que para la promesa de venta exige el art. 1451, es inherente a otra clase de contrato, ajeno al pacto.

⁽¹⁴⁸⁾ Sobre este extremo DA CUNHA GONZALVES, *cit.*, p. 254.

la garantía), como pactos lícitos o válidos constituyen una relativa atemperación a la interdicción legal. En realidad estos pactos, en cierto sentido, implican un pacto de “atribución”, aunque el esqueleto del negocio jurídico se exterioriza bajo un contrato de garantía ⁽¹⁴⁹⁾. Si las partes salvaguardan en todo momento las relaciones de proporcionalidad entre el valor efectivo del objeto gravado y el montante del crédito, pero al mismo tiempo velan por el destino que se ha de conferir al sobrante —*superfluum*— del objeto garantizado respecto del crédito que garantiza, no parece que existan razones para prohibir semejante pacto ⁽¹⁵⁰⁾. No vemos pues alternativa para que deba rechazarse el pacto por el que se establece que el acreedor, si el deudor incumple, haga suyo el bien garantizado por lo que valga realmente y, en su caso, con abono de la eventual diferencia en más al deudor.

Semejante pacto ha de entenderse desde la óptica de que su admisibilidad implica una excepción al carácter absoluto de la interdicción comisorio ⁽¹⁵¹⁾. Sin embargo, el requisito de la justa estimación, de la valoración objetiva y, en

(149) Ahora bien, entendamos que pacto de atribución y contrato de garantía no son términos conceptuales antitéticos, ni siquiera opuestos, porque no se encuentran en el mismo plano.

(150) Muestra su escepticismo GUILARTE, comentario art. 1859, *Comentario del Código Civil*, II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1991, p. 1865, pues en estos pactos observa riesgo idéntico al que deriva del propiamente comisorio, puesto que el deudor puede verse constreñido a consentir que, aun siendo muy superior, se fije una valoración de la cosa igual o menor al importe de la deuda. Si bien este autor en la p. 1866 *in fine* admite la validez de lo que nosotros llamamos aquí pacto comisorio *ex intervallo*. Asimismo baste como botón de muestra la doctrina sentada por la *Corte d'Appello di Trento*, en su resolución de 18 de febrero de 1975: “el pacto marciano, admitido como correctivo de la prohibición del pacto comisorio —como aquél que, asegurando la congruencia del precio de la venta, excluye el peligro de coacción sobre la libertad del deudor— con el fin de lograr tal seguridad y, con ello, la seguridad de la libertad del consentimiento prestado por el deudor debe fundarse sobre un juicio proveniente de un tercero extraño a las partes, pero nombrado por ambas.” Incluso RAAPE, *Verfallklausel*, *cit.*, pp. 16 y 28, señalaba que la prohibición del contrato comisorio no deja de tener efecto, aunque el acreedor se obligue a entregar el exceso de valor de la cosa sobre su crédito, e incluso aunque la cosa tenga un valor fijo en el mercado. En contra, considera admisible y ventajoso el pacto marciano para el deudor CARNEVALLI, voz “patto commissorio”, *Enciclopedia del Diritto*, XXXII, Milán, 1982, pp. 499-506, esp. p. 505, siempre que el propio bien sea estimado por un tercero tras el incumplimiento y siempre que el acreedor restituya el sobrante, y dado que en la realización y venta coactiva del bien siempre obtendría un valor inferior; BIANCA, *Il divieto*, *cit.*, pp. 218 ss., admite el juego del pacto marciano: *nel patto marciano essa é assunta a contenuto stesso del contratto: costituendo oggetto di un diritto del debitore*. Admite el pacto marciano como correctivo del comisorio LOJACONO, *cit.*, p. 71.

(151) Prácticamente es unánime en el seno de nuestra doctrina la afirmación de su licitud. Vid. entre otros BOUZA VIDAL, *Las garantías mobiliarias en el comercio internacional*, Madrid, 1991, p. 75; CAPILLA RONCERO, *cit.*, p. 208; CRUZ MORENO, *La prenda*

definitiva, el interrogante acerca de quién ha de ser la persona encargada de efectuar dicha valoración, se convierten en las verdaderas piedras angulares para que el pacto marciano se consolide de un modo natural en la práctica ⁽¹⁵²⁾.

3. Problema de la estipulación comisorio con posterioridad a la celebración del contrato principal

El principal problema se centra en determinar el alcance real de la prohibición comisorio, es decir: es nulo en todo tipo de manifestaciones o por el contrario cabe la admisibilidad del pacto bajo ciertas premisas, o lo que es lo mismo, si es lícito estipularlo en un momento en que resulte evidente que el deudor no se encuentra limitado por sus necesidades económicas.

En el derecho comparado es en el ordenamiento alemán donde se admite la posibilidad de semejante pacto únicamente tras el vencimiento de la obligación principal. De este modo se prohíbe todo pacto estipulado con posterioridad a la concesión del crédito no vencido. Basta con remitirnos al § 1229 BGB: *Esnulo un pacto acordado antes de la producción de la autorización de venta, según el cual debe corresponder o ser transmitida al acreedor prendario la propiedad de la cosa, en caso de que no sea satisfecho o no lo sea en tiempo oportuno, con lo cual es lícita tal estipulación a posteriori del vencimiento y coetáneo al incumplimiento de la obligación principal* ⁽¹⁵³⁾.

Ello supondría una aplicación desmesurada de la prohibición de este tipo de pactos, en los que el precio del bien que sirve de garantía se fijará de acuerdo

irregular, cit., p. 161; DE DIEGO, *Instituciones de derecho civil español*, I, Madrid, 1959, p. 535; ALBALADEJO, *Derecho*, p. 246; incluso el propio DÍEZ-PICAZO, *Sistema*, III, p. 500, sin decantarse abiertamente, deja entrever su admisibilidad; FELIU, *cit.*, p. 88 y ss.; PLANIOL-RIPERT, *Traité pratique de Droit civil français*, T. XII, París, 2.^a ed., 1953, p. 136; AUBRY ET RAU, *Cours de droit civil français*, VI, París, 1920, p. 279; MAZEUD, *cit.*, III, p. 75; BIANCA, voz "pacto commissorio", *cit.*, p. 718, señala cómo el *daño social inherente al pacto comisorio se transmuta en el pacto marciano ya que en el comisorio la ventaja del negocio por la equivalencia entre valor del bien y valor del crédito garantizado es del todo casual, en el pacto marciano la equivalencia es asumida como contenido mismo del contrato.*

⁽¹⁵²⁾ Así por ejemplo LOJACONO, *Il patto, cit.*, p. 76, parte de la premisa de que sea un tercero perito que mediante su arbitrio técnico determine el valor de la cosa así como aquellas determinaciones de elementos dejados indefinidos por las partes.

⁽¹⁵³⁾ BAUR, *Lehrbuch des Sachenrechts*, 11.^a ed., Munich, 1981, § 57 IV 2, aboga por la nulidad en materia de transmisión en garantía por aplicación del § 1229 que prohíbe semejante cláusula en materia de prenda; GAUL, "Lex commissoria und Sicherungsübereignung", *AcP* 168 (1968), p. 351; No obstante, matiza FELIU REY, *cit.*, p. 99: "La ventaja del sistema germánico es que, tras el vencimiento del crédito, posibilita a las partes el desarrollo y ejercicio de la autonomía de la voluntad, teniendo presente que el equilibrio de las prestaciones y la propia libertad contractual se encuentran respaldadas por la sanción de nulidad recogida en los §§ 138 y 139 BGB, o en su caso, por la acción de impugnación de los §§ 119 y 120 BGB."

con unos medios seguros, y por tanto, objetivamente, llevaría a la incongruencia de que el deudor jamás podría realizar convenios con un acreedor particular, lo cual nos parece excesivo, máxime si existen otras vías de protección para los acreedores, como las acciones rescisorias de los negocios efectuados en fraude de sus derechos ⁽¹⁵⁴⁾. Nada impide por otra parte que el pacto de comiso se concluya después del vencimiento de la prenda, como nada se opone a la dación en pago. Bajo esta tesitura es necesario acotar el momento en que el pacto se estipula, ya sea inmediatamente al negocio jurídico principal, pero siempre posterior al mismo, o por contra sillegado el vencimiento y coetáneo incumplimiento del deudor.

La admisibilidad del pacto *ex post* de la constitución del negocio jurídico de garantía exige ciertas cautelas, en aras de evitar posibles connivencias defraudatorias entre las partes en perjuicio o fraude de los intereses de terceros acreedores, debiendo ser objeto de examen particular cada caso concreto atendiendo a la voluntad de las partes y las circunstancias concurrentes. Sería suficiente al efecto, la constancia de la fecha del pacto de una manera fehaciente, siempre y cuando fuese posterior a la del negocio jurídico principal.

Habida cuenta de que el deudor ha superado ese latente “estado de necesidad” patrimonial, desaparecen las causas que desaconsejan este pacto ⁽¹⁵⁵⁾. La eficacia del convenio, a nuestro juicio, es innegable, nada constriñe al deudor a aceptar tal pretensión, y por otra parte, este pacto es quizás más beneficioso para el deudor que la venta forzosa del bien dado en garantía ⁽¹⁵⁶⁾. Y en último extremo, aun protegiendo esa presumible situación angustiosa del deudor, po-

(154) ALBALADEJO, *Derecho*, III-2, p. 246: “...de lo que no hay duda es de que si para evaluar la cosa gravada existen medios objetivos y seguros, de forma que su precio pueda efectivamente fijarse al incumplimiento de la obligación, no existe razón para que deba rechazarse el pacto por el que se establezca que el acreedor, si el deudor incumple, la haga suya por lo que valga realmente”; a favor del pacto marciano y sobre las distinciones con el comisorio, BARBIERA, *Responsabilidad*, *cit.*, p. 243; sobre el momento en que se debe proceder a la valoración del bien pignorado v. LOJACONO, *Il patto*, *cit.*, pp. 71 ss., p. 74.

(155) En este sentido REGLERO CAMPOS, *cit.*, II-1, p. 434, enfatiza al respecto que una vez obtenida la prestación el riesgo se traslada al acreedor: menor valor de venta de la cosa dada en prenda, insolvencia del deudor en caso de no obtener una total satisfacción del derecho de crédito con la venta de aquélla; GUILARTE, *cit.*, p. 461, señala cómo el riesgo de simulación no es suficiente para privar de validez con carácter general el pacto comisorio celebrado en el momento en que se considera.

(156) Así, generalizar sin más la ineficacia del expresado acuerdo, aunque se ponga de manifiesto que la valoración fue ponderada y justa, puede resultar contrario a los propios y verdaderos deseos de los interesados, v. GUILARTE, *cit.*, p. 460; en sentido análogo, FASQUELLE, “Le nantissement...”, *cit.*, p. 35.

demos preguntarnos qué sucedería en cambio si es un tercero quien garantiza al deudor.

No parece que ofrezca duda la admisibilidad de un pacto *a posteriori* del incumplimiento ⁽¹⁵⁷⁾. Evidentemente el deudor no se ve forzado a aceptar un medio solutorio distinto al pago, como sería la dación en pago, que podría o no aceptar, y sobre el que no recaería la tacha de fraudulento en ningún momento; pero por otro lado, puede no acceder a tal fórmula de pago y soportar el ejercicio del *ius contrahendi* por el titular de la garantía mediante la tramitación de los pertinentes procedimientos ⁽¹⁵⁸⁾. En definitiva, una vez vencida la obligación, el acreedor y el deudor son libres de convenir que el primero se quede con la cosa en pago de la deuda. Los restantes acreedores del deudor quedarían asistidos en caso de fraude de sus derechos de las pertinentes acciones rescisorias ⁽¹⁵⁹⁾.

(157) Como bien señala FINEZ RATÓN, *cit.*, p. 555, el perjuicio que del mismo se deduzca para los acreedores será atacable mediante la acción revocatoria y sólo en la medida de la lesión sufrida.

(158) A favor de esta posibilidad GUILARTE, art. 1859, *cit.*, p. 1866; más escéptico ALBALADEJO, *Derecho*, III-2, p. 247: “lo que ofrece duda es que una vez incumplida la obligación, el acreedor y el dueño de la cosa pueden acordar que aquél se quede ésta en satisfacción de la deuda.”

(159) Así, GUILARTE, “Pactos en la hipoteca inmobiliaria”, en *Tratado de garantías en la contratación mercantil*, (Nieto Carol/Muñoz Cervera coords.), II-2, Madrid, 1996, p. 137.

CRÓNICA

COMERCIO EFICIENTE DE ACCIONES A TÉRMINO: TÉRMINO FELIZ DE UN PROCESO MULTISECULAR

JAVIER W. IBÁÑEZ JIMÉNEZ

Profesor Propio de la Universidad Pontificia Comillas

SUMARIO

- I. PRELIMINAR.
- II. JUSTIFICACIÓN DEL COMERCIO A PLAZO O TÉRMINO SOBRE ACCIONES.
- III. IMPEDIMENTOS LEGALES OPUESTOS A LAS TRANSACCIONES A PLAZO SOBRE ACCIONES EN EL TRÁFICO BURSÁTIL NORTEAMERICANO.
 - 1. El mercado estadounidense de derivados y las premisas racionales de los impedimentos sobre el tráfico a plazo de acciones individuales.**
 - 2. Proyección internacional de las restricciones.**
- IV. EL CAMINO HACIA LA REMOCIÓN DE LAS RESTRICCIONES.
 - 1. Fundamentación económica.**
 - 2. Primeras iniciativas internacionales orientadas a la quiebra de las prohibiciones.**

RDBB núm. 87 / Julio-Septiembre 2002

3. Las iniciativas societarias propuestas en Estados Unidos y su racionalidad.

4. Fundamentos de la nueva regulación del comercio a plazo sobre títulos cotizados en Estados Unidos.

- A) El factor de la competencia empresarial.
- B) La cuestión del llamado *arbitraje normativo*.
- C) El problema de la diferenciación conceptual entre instrumentos financieros.
- D) El factor de la supervisión.
- E) Conclusión.

V. PERSPECTIVAS DE ESTABILIDAD DEL *IUS CONDENDUM* ANGLOAMERICANO: GLOBALIZACIÓN LEGAL Y PRESERVACIÓN DE LA EFICIENCIA.

I. PRELIMINAR

Entiéndese por tráfico de acciones a plazo o término el que, viniendo sujeto a cualquier modalidad contractual donde se difiera simultáneamente el cumplimiento de todas prestaciones comprometidas, traes su causa económica de la eventual variación del nivel de cotización de los títulos, forzosamente representativos del capital de una sociedad anónima y, en la práctica totalidad de los casos, del capital de una sociedad cotizada.

Este concepto sintético de comercio a plazo o término, recogido ya de forma incipiente por nuestra legislación mercantil, aunque bastante elaborada por la doctrina contemporánea, arrancados de presupuestos fácticos constructivos: uno, el materializado en las concretas modalidades de contratación a plazo al uso en los mercados financieros contemporáneos; y el otro, el acervo de los fundamentos de teoría económica pacíficamente asentados que justifican el desenvolvimiento práctico de tales modalidades de contratación, estudiados profusa y profundamente en el terreno de la moderna Economía Financiera ⁽¹⁾.

(1) En la, *nesesse*, arbitraria selección de la inagotable literatura financiera angloamericana que aborda estos asuntos, parece óptimo leer a los primeros tratadistas del mercado de futuros, atendiendo especialmente a obras que resultan clarificadoras desde el ángulo del análisis económico del Derecho. Así, STONE, J., "Principles of the Regulation of Futures Markets",

Ambos presupuestos acaso precisen, a estos efectos expositivos, de algunas aclaraciones preliminares útiles, sobre todo, para la comprensión por el jurista, presunto lector de cuanto se explica a renglón seguido.

La primera de tales advertencias es la de la irrelevancia absoluta de la modalidad contractual seleccionada por las partes para lograr sus objetivos económicos particulares (*estrategias*, en argot) respecto al nivel de cotización seleccionado (permanente o conocido de presente pero de evolución igualmente desconocida) de las acciones que sirven de soporte al contrato. Esto significa que el tradicional contrato de compraventa a plazo o término no es la única vía contractual posible para que las partes obtengan el resultado apetecido, que en todo caso es una variación del patrimonio futuro proveniente de la variación de precio o cotización que se acomode o sea compatible con el objetivo o estrategia perseguida. La estrategia primigenia, inherente a cualquier intercambio contractual, es la especulativa, entendiéndose por tal el incremento de patrimonio obtenido mediante un diferencial positivo resultante de la variación de precios favorable acontecida en el periodo donde la estrategia económica se configura, la cual sólitamente se ejecuta mediante la concertación y consumación de dos contratos de compraventa de signo contrario. Sin embargo, cual ya se ha advertido, este no es el único camino posible para materializar la estrategia prevista. Ni tampoco, según veremos, el más eficiente.

La segunda no es otra que la necesidad de títulos-valor que sirvan de substrato mercantil o referente económico al contrato. Pero no se trata de cualesquiera títulos-valor en la modalidad de comercio a término que contemplamos. Antes bien nos referimos específica y exclusivamente a las acciones como substratos, soportes o referentes económicos del contrato (que no por fuerza como *objeto* contractual, nótese vivamente). Ahora bien: la acción es parte del capital de cualquier sociedad anónima, pero no cualquier acción es apta para el comercio a término. Para que el contrato a plazo o término sobre acciones sea apto en el tráfico es preciso que la acción misma sea previo objeto de comercio en masa, esto es, que se trate de una acción cotizada. La cotización de los títulos de una sociedad es prerequisite de la contratación a plazo o término, pues sin

Journal of Futures Markets (JFM) 1, 1981, 118-127; EDWARDS, F.R., "The Regulation of Futures Markets: A Conceptual Framework", JFM 1, 1981, 417-440; Íd., "Futures Markets in Transition: The Uneasy Balance between Government and Self-Regulation", JFM, 3, 1983, 191-206; BURNS, J.M., "Futures Markets and Market Efficiency", en STREIT, M.E. *et al.*, *Futures Markets. Modelling, Managing and Monitoring Futures Trading*, Oxford 1983, espec. 67-70; RUTLEDGE, J., "The Establishment of an Interest Rate Futures Market", en STREIT y otros, *cit.*, espec. 290-294, dispensando atención singular a los conflictos regulatorios que, en EE.UU., han condicionado la historia de estos mercados; y GEMILL, G., "Regulating Futures Markets: A Review in the Control of British and American Practice", en STREIT, *cit.*, 296-305.

suficiente liquidez o volumen transaccional carece de sentido configurar estrategias a plazo; sin variación de cotización suficiente no se prefiguran expectativas de cambio patrimonial, y sin cotización no hay movimientos de precio de la acción. Por tanto, el comercio a plazo de acciones gira sobre un presupuesto: el tráfico de la acción en mercados oficiales.

La tercera, cuya asunción puede resultar paradójica a la vista de la segunda, si bien se trata sólo de una paradoja aparente, es la irrelevancia del tipo de mercado de transacción donde se ejecutan los programas especulativos u operatorias preconcebidas. Si el comercio de acciones a plazo necesita de un preexistente mercado de acciones suficientemente líquido y profundo, en cambio se trata en sí mismo de un comercio ejecutable fuera de cualquier mercado líquido, y desde luego, de cualquier mercado organizado. El substrato o referente económico de cualquier contrato a término o a plazo sobre acciones es una acción cotizada, pero eso no significa que el tráfico a término haya de hacerse de forma pública o cotizada, aunque así haya sido históricamente. Inmediatamente veremos por qué: independientemente de que las transacciones a plazo sobre acciones puedan legalmente o no realizarse entre particulares fuera de Bolsa, cabe estructurarlas hoy sobre instrumentos o productos financieros. Éstos son en sí negociables, y jurídicamente autónomos respecto de aquellas otras operaciones que se realizan al contado, generalmente en mercados bursátiles, cuyo objeto es la acción que sirve de matriz o soporte de cálculo para determinar el valor de las prestaciones debidas cuando se negocia a plazo ⁽²⁾.

II. JUSTIFICACIÓN DEL COMERCIO A PLAZO O TÉRMINO SOBRE ACCIONES

El motivo o causa subjetiva que lleva a aplazar la entrega de la prestación calculada según la cotización de un valor puede ser cualquiera. Típicamente la Economía Financiera expresa algunos de esos motivos típicos, considerándolos como funciones del contrato a plazo, esto es, teniéndolos por utilidades a que sólitamente sirven, por cuenta de quienes configuran sus estrategias o planes de inversión o actividad en el mercado. Se catalogan entre aquellos la especulación, la cobertura y el arbitraje, manifestados en múltiples tipos de actividad o actuación de los operadores en el mercado. Así, la rentabilización adicional del

(2) Vid. IBÁÑEZ, J.W., *Opciones normalizadas. Función, taxonomía, régimen y naturaleza de los contratos normalizados de opción (artículos 2, 31 y 59 de la Ley del Mercado de Valores)*, Madrid, 1999, 192-195; Íd., *Contratos bursátiles a plazo y reforma española de los mercados de valores*, Madrid, 2000, 49-62; Íd., *Stock options. Regulación, economía, política retributiva y debate social*, 2.ª ed., Madrid, 2001, 40-44.

patrimonio, la protección del valor de carteras o de acciones específicas pre-constituidas o por adquirir, la ejecución de programas operativos en instrumentos derivados, o el cumplimiento de requisitos mínimos de inversión dispuestos en el folleto o en el reglamento de una institución de inversión colectiva.

La consecución de estos objetivos personales o subjetivos carece de interés para el Derecho de obligaciones y contratos, no pudiendo erigirse en causa del contrato desde la perspectiva civil. No así la causa típica negocial del comercio a término, siempre instrumentado a través de contratos onerosos y expresado en un correspondiente o contraprestación económicamente evaluable (cfr. art. 1274 CC).

Ahora bien, es preciso dilucidar, supuesta su existencia, cual es la causa propia o autónoma en el comercio a término, vista su nueva estructuración documental y su sistema de incorporación a singulares derechos-valoros o partes representativas de créditos que se llaman derivados o instrumentos derivativos. Tradicionalmente, la causa del contrato a término se ha identificado con la conexas al correspondiente sin alagmático inmanente a la *emptio-venditio* (cfr. arts. 1445 y 1450 C.c., y arts. 79 a 81 del Reglamento de Bolsas de Comercio aprobado por Decreto de 30-6-1967 ⁽³⁾).

Asu vez, conocer si posee causa específica el comercio a término requiere en primer lugar observar la realidad económica. ¿Para qué se contrata típica o esencialmente a término sobre acciones a plazo, en particular sobre acciones cotizadas? Obviamente para aprovechar un diferencial de cotización. Sin embargo, quien opera al contado también pretende ese aprovechamiento. Ahora bien, operar a término o plazo necesariamente conlleva el hacerlo de modo eficiente y directo. Eficiente, porque permite recoger aquél diferencial con sólo aguardar al vencimiento de la operación, sin realizar otro contrato, reduciendo costes de transacción. Y directo, porque se orienta el negocio y trae por causa la ejecución de esa estrategia de aprovechamiento, revestible de dos formas básicas. Una, la que en Economía Financiera se conoce como especulación en sentido propio, modalidad que comprende los denominados *arbitrajes* ⁽⁴⁾; la otra, girante bajo el apodo común de cobertura y diseñada para proteger el valor de activos ya adquiridos o de proyectada adquisición.

⁽³⁾ BOE de 15-7-1967. El Reglamento fue modificado por otro Decreto de 13-7-1981 y un tercero de 24-6-1988, antes de la entrada en vigor de la Ley 24/1988, de 28-7, del Mercado de Valores (BOE de 29-7-1988).

⁽⁴⁾ Sobre el aserto que incardina el arbitraje como modalidad especulativa singular, no tratándose de un *tertium genus* que le opondría a especulación y cobertura, v. nuestra exposición en IBÁÑEZ, Opciones normalizadas, cit., 82-85.

Naturalmente, cuando, según es caso habitual, y además único en la historia bursátil, el contrato de compraventa es el celebrado al negociar acciones a término, huelga cualquier razonamiento sobre la posible incidencia en la causa contractual del tipo de intención especulativa, coberturista o de arbitraje, albergada por los operadores. Sin embargo si, cual sólitamente sucede en los modernos mercados de contratación de instrumentos derivados, las partes efectúan operaciones propiamente diferenciales (o sea, puras a diferencias, y que por su modo liquidativo evitar la entrega y pago de la acción), se hace preciso reflexionar sobre el objeto del contrato, esto es, sobre el objeto *liquidado*. Hay operaciones sobre instrumentos derivados, y concretamente contratos de futuros, que difícilmente pueden calificarse como compraventas, pues carecen de objeto susceptible de entrega en la fecha de su liquidación. Es el caso de los futuros sobre índices de acciones, que no consisten cabalmente en compraventas de cestas de acciones, sino más bien en negocios aleatorios⁽⁵⁾. Parecido es el caso de contratos swap donde intervenga la cotización como parámetro de cálculo liquidativo, y el de ciertas opciones sobre acciones liquidadas por diferencias. En tales casos no parece inapropiado considerar que, puesto que el contrato a plazo no se celebró *emendi et vendendi causa*, el negocio se realizó, como sucede con cualquier contrato aleatorio, por el puro afán de aprovechar la diferencia patrimonial dineraria que eventualmente se genere al vencimiento.

Debe advertirse, no obstante, que en el particular caso de los futuros sobre acciones singulares, no integradas en índices, debería sostenerse la consideración del negocio como operación a plazo en el sentido tradicional del Derecho bursátil, indiscriminadamente extendido a todos los subyacentes, con escaso criterio, por el vigente art. 1.2.a) del Decreto 1814/1991, de 20-12, regulador de los mercados de futuros y opciones (cfr. art. 59 LMV). Y esto es así debido a que la acción es un subyacente susceptible de entrega, y, aun liquidándose convencionalmente por pago de diferencias, la falta de entrega obedece en este caso a una *substitutio modus adimpleti*, donde la posible *deuda* de dinero del vendedor del futuro, eventual perdedor en el contrato por un efectivo igual al exceso de la cotización a vencimiento de la acción (no entregada) respecto al precio de futuro prefijado para ésta (que recibiría del vendedor de haberse pactado la entrega), puede tornarse *crédito* contra el comprador si la acción (que normalmente entregaría) cotiza a vencimiento por debajo del precio de futuro (que cobraría como precio de venta), de modo que éste le deberá esa diferencial.

(5) V. IBÁÑEZ, “Los contratos de futuros negociados en los mercados secundarios españoles: aproximación conceptual y consecuencias de política legislativa bursátil”, Cuadernos de Derecho y Comercio 16, 1995, 13 y 20-32; Íd., *La contratación en el mercado de valores*, t. 34 del *Tratado de Derecho Mercantil*, OLIVENCIA/FERNÁNDEZ-NOVOA/JIMÉNEZ DE PARGA (dir.), 226-227.

En estos casos el vendedor, en vez de entregar la acción, debe su valor monetario o cotización, menos el precio fijo de futuro. No hay compensación entre ambas deudas (cotización y precio de futuro), porque no han nacido, sencillamente, estos créditos/deudas en ningún momento. Se trata de magnitudes objeto de comparación para el cálculo de la única deuda exigible, la diferencial monetaria. Pero esta deuda substituye, puede pensarse, a las deudas originales de pago del precio y entrega de la acción, reemplazadas para aligerar costes de transacción. El contrato, dicho de otro modo, se celebró como venta, y se liquida como un negocio aleatorio. Naturalmente, también puede pensarse que se trata, en este como en los casos de liquidación diferencial forzosa del futuro, de un negocio aleatorio (art. 1790 del CC).

III. IMPEDIMENTOS LEGALES OPUESTOS A LAS TRANSACCIONES A PLAZO SOBRE ACCIONES EN EL TRÁFICO BURSÁTIL NORTEAMERICANO

El legislador norteamericano ha venido prohibiendo o restringiendo en sucesivas épocas legislativas la contratación a plazo sobre cestas de acciones escasamente líquidas o demasiado sujetas, por su carácter sectorial, al albur de volatilidades tan eventualmente extremas como indeseables desde el punto de vista del *default risk* o probabilidad de incumplimiento. Así, se ha vedado el contratar a plazo sobre acciones que integran índices sectoriales, o sobre índices compuestos de un número pequeño de acciones, y en particular se impide que se celebren contratos a término referenciados a la cotización de una sola acción. Nótese que en este último caso los negocios sobre una sola acción pueden ser concebidos por el mercado emisor o creador como instrumentos financieros autónomos, de corte puramente especulativo (*negotii speculandi causa*), de causa aleatoria, esto, instrumentados en muchos casos a modo de apuestas puras a diferencias sobre la cotización de un valor, y no como contratos de compra-venta en que sea entregado el valor subyacente. En definitiva, el núcleo de la prohibición ha consistido en la adopción de posiciones contractuales constituidas sobre la cotización de una “cesta uniaccionarial”, vale decir, compuesta por una acción única, limitación que confiere cuotas de riesgo adicionales a la posición ⁽⁶⁾.

⁽⁶⁾ Sección 2(a)(1)(B)v de la *Commodities Exchange Act* (CEA, 1936), principal instrumento regulatorio en EE.UU. hasta 1974, fecha de la aún vigente *Commodity Futures Trading Act* (CFTA). La CEA vetó el comercio a plazo sobre cualquier valor municipal o cualquier título individual registrado de conformidad con lo previsto en la propia CEA, reguladora de contratos sobre subyacentes agrarios y también no agrícolas.

1. El mercado estadounidense de derivados y las premisas racionales de los impedimentos sobre el tráfico a plazo de acciones individuales

La razón por la que se permitía a principios de siglo en algunas zonas de Norteamérica el comercio a término sobre mercaderías, pero no sobre acciones, fue la abrumadora frecuencia con que, en el caso de las acciones, se comerciaba exclusivamente *speculandi causa* y sin, por tanto, albergar la más mínima intención de adquirir la propiedad del subyacente, caso bien distinto de aquel representado por el comercio a término sobre mercancías, las cuales a la postre se perseguía comprar o vender en la mayor parte de las transacciones, por cuanto el bien contratado a plazo era *real, id est*, poseía valor por sí y no por representación cual era el caso de los valores mobiliarios.

Semejante consideración movió el ánimo del legislador en muchos Estados federales norteamericanos donde se prohibió operar a término sin entrega del subyacente consistente en *securities* o *commodities* negociables en mercado organizado ⁽⁷⁾, aunque sin demasiado éxito, todavez que los especuladores conseguían comerciar a diferencias burlando la normativa, especialmente cuando eran *brokers* que desviaban fondos del patrimonio de clientes para operar por cuenta propia (*name givers*), conculcando el principio de segmentación consagrado hoy en nuestra normativa del mercado de capitales [Circular de la CNMV 1/1998, de 10-6, sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos; para la gestora de carteras, norma 2.g) de la Orden de 7-10-1999; cfr. arts. 59.8 y 76.3 bis LMV].

El mercado pionero a escala global en la contratación de opciones normalizadas o estándar a través de un sistema de compensación interpuesto directamente entre las partes fue el *Chicago Board Options Exchange* (CBOE), todavía líder mundial por volumen de transacciones sobre estos instrumentos, actualmente supervisado por la *Securities Exchange Commission* (SEC). Ese mercado puso en circulación las primeras opciones negociadas a través de cámara compensadora en 1973, y el primer contrato de opciones sobre índices en 1982. Año en que, no casualmente, se aprobó un acuerdo entre las agencias SEC y *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), supervisora de los

(7) En la provincia autónoma de Quebec se imputó al *forward agricultural commodity trading* la práctica totalidad de los desastres que aquejaban a los mercados agrarios regionales, en la medida en que se entendió, no sin razón, que la especulación de los comerciantes a plazo malformaba los precios en el mercado de contado. No sorprende por eso que fuera nada menos que cinco años de reclusión la pena reservada para quien negociara o intermediara en la compraventa de mercancías sin intención real de entrega.

nuevos contratos de futuros ⁽⁸⁾, para prohibirlos futuros sobre acciones, fuente principal del conflicto regulatorio surgido entre ambas instituciones justamente a propósito de los nuevos modos de contratar a plazo. Como es sabido, la contratación sobre estas opciones negociables normalizadas, que como la opcional bursátil clásica se realiza a plazo, y también es aplazada como la de futuros, no es efectuada en cambio, a diferencia de los futuros, *en firme*, en el sentido de que la operación sobre el bien subyacente se liquida finalmente o no según la voluntad del optante. Esto es, las opciones son, en la terminología usada por nuestro Reglamento bursátil de 1967, operaciones *condicionales*, esto es, sometidas a la pretendida condición (en realidad potestativa) de ejecución negocial según la conveniencia de la persona que dispone de potestad o derecho de opción. Esa característica de opcionalidad o potestatividad diluía, en el caso de las opciones, el recelo antiespeculativo que las autoridades desreguladoras sentían hacia la contratación en firme o de futuro, donde el contrato había de ejecutarse (por ser firme o *fermo*, en términos bursátiles italianos), especialmente cuando recaía sobre acciones de una empresa determinada, o sobre grupos de unas pocas acciones individuales agrupadas en un índice (*narrow-based stock index futures contracts*).

Asimismo en 1982, el *Chicago Mercantile Exchange Inc.* (CME) ofertó la negociación de los primeros futuros sobre índices, concretamente sobre el *Standard & Poor's 500*, para posteriormente ofrecer futuros sobre opciones sobre índices (*futures options on indexes*), producto donde se negocia en firme, pero sobre un subyacente especial que es la opción de índices o sobre índices. Por ser opcional el subyacente, no se aplicaba la restricción, usando el legislador el mismo argumento que en el caso de las opciones negociables en el CBOE. Ahora bien, en el caso de los futuros sobre índices, el argumento para permitir la negociación era distinto: se afirmaba que el producto construido

(8) En el Ordenamiento financiero de los EE.UU.: las opciones son *traded securities*, como lo son los propios subyacentes. De ahí que su agencia supervisora sea la SEC. En cambio, el mercado matriz del CBOE, el *Chicago Board of Trade* (CBOT) es supervisado por la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), agencia que, desde la entrada en vigor de la *Commodity Futures Trading Act* de 1974, dispone de "jurisdicción exclusiva sobre contratos de futuros que involucran un índice o grupo de acciones" y de potestad supervisora de las "opciones sobre dichos contratos" (sec. 2.a.1.B CEA). Nótese que todos los futuros se califican en EE.UU. como *commodities*, concepto legal de ordinario mal traducido por "mercaderías", y desde luego extraño a los Ordenamientos europeos precisamente al incluir a los contratos de futuros sobre las propias *commodities*, entendidas a primera vista como "mercancías" por accesoriadad respecto al subyacente. Lo cierto es que la noción de *commodity* alcanza a cualquier futuro, con lo que la Ley traiciona ese criterio de accesoriadad. El obvio asistematismo de la categoría legal "futuro" generó, ya en 1936, una hasta hoy ininterrumpida polémica girante en torno al conflicto competencial suscitado entre la SEC y la CFTC, y a la linde que separa la noción de *commodity futures* de la no menos tortuosa de *security* o "valor" negociable.

sobre el índice era menos especulativo que el constituido sobre la acción individual, en la medida en que el índice está compuesto de una cesta o combinación de acciones cuyas volatilidades no se suman, sino que se integran, siguiendo la tendencia media del mercado, y sirviendo como referencia para los análisis bursátiles y económicos generales. Por otra parte, la liquidación del contrato sobre índices es siempre diferencial en la práctica (sería excesivamente costoso e inutilizaría la operatoria el liquidar enormes nominales de un derivado sobre índices entregando todas las acciones de su cesta, debidamente capitalizadas), lo que amortigua el *default risk*, por cuanto la magnitud de las deudas es menor, y más fácil cubrir su importe constituyendo garantías por cantidades adecuadas. En el CME también se negociaron con el tiempo operaciones a plazo sobre nuevos subyacentes con aquiescencia de la autoridad reguladora y supervisora de la contratación por cámara o estándar en firme, la CFTC ⁽⁹⁾: futuros sobre tipos de interés, sobre divisas y sobre productos agroalimentarios. En el primer caso, el de los tipos de interés, el sistema previsto para la liquidación de las operaciones es necesariamente el diferencial, esto es, el que determina como prestación única del contrato la entrega unilateral por la parte “perdedora” a la “ganadora” en el negocio de una cantidad de efectivo igual al diferencial (en valor absoluto y multiplicado por el valor nominal del contrato estipulado) entre el nivel de tipo de interés en el instante liquidativo y el tipo de interés de futuro prepagado. En el caso de los futuros sobre tipos de interés, el argumento servido por las autoridades para permitir la contratación a futuro resulta idéntico al esgrimido para dar aquiescencia a la negociación sobre índices, donde como se ha advertido procede una liquidación a diferencias del contrato a plazo para satisfacer las necesidades de cobertura o especulativas de los contratantes respecto al nivel de cotización alcanzado por el índice y sus acciones componentes. Es en los casos de los restantes subyacentes precitados (divisas y productos agrícolas, físicamente entregables) donde el mantenimiento de la prohibición depende de consideraciones exclusivamente cuantitativas, principalmente referidas a la evaluación de los costes asociados a la liquidación por entrega (gastos nacidos de la contratación auxiliar y coste de oportunidad de la no tenencia del subyacente, por decirlo de modo muy escueto) puesto que tanto los contratos a plazo sobre divisas como los concertados sobre mercancías agrícolas pueden cumplirse, aun con elevados costes de transacción, mediante

⁽⁹⁾ La CFTC continúa ejerciendo en exclusiva el control externo de *compliance* sobre el mercado CME, con más vigor si cabe una vez aprobada la reconstitución como sociedad mercantil del órgano rector del mercado (*demutualization*) el 13-12-2000. Se detallan pormenores de este proceso en CHICAGO MERCANTILE EXCHANGE INC.: *CME, CBOE Create joint Venture on Single-Stock Futures*, CME News Center, 16-5-2001, pp. 1 y 2. Debe recordarse que la CFTC supervisa la negociación de futuros, y la SEC la de opciones. Todas éstas se reputan *securities* en EE.UU., y no *futures*, incluso si su subyacente es un contrato de futuros.

el procedimiento tradicional de entrega física; otro tanto sucede con el *equity stock* de empresas singulares. Sólo una infraestimación de la potencial distorsión especulativa de los precios ocasionada en el mercado *de contado* del activo subyacente a consecuencia de la liquidación o cumplimiento de los contratos a plazo liquidados por entrega puede, en el caso de las acciones, como en el de las monedas o mercancías entregables, servir para sostener un criterio regulatorio más permisivo, que dé carta de naturaleza al *modus adimplendi* clásico *in natura*.

Lo cierto es que el fundamental *Shad-Johnson Accord* de 1982, firmado por los Presidentes de la SEC, John Shad, y de la CFTC, Pl. Johnson, vino, en un momento histórico de especial sensibilidad política y social frente a los movimientos especulativos de los cambios en general, y en particular de los representativos del precio de contado de las materias primas, a prohibir la contratación de futuros sobre acciones individuales, esto es, sobre acciones representativas del capital social emitido por sociedades cotizadas en los mercados de valores estadounidenses. Esto suponía, obviamente y al margen de consideraciones fundadas en la observación del sector *real* de la economía, aquí relativamente irrelevantes (no del todo, pues el análisis fundamental del valor tiene mucho que ver con los avatares de dicho sector) dispensar un trato discriminatorio, respecto a otros instrumentos derivados a estos *single stock futures*, sobre la base de un argumento de racionalidad empíricamente contrastada: una alta volatilidad de los cambios bursátiles de una acción o valor cotizado dispara la probabilidad de incumplimiento contractual. De esta circunstancia, unida a la observación de infrecuente voluntad de apropiación de la titularidad del capital por parte del especulador (a diferencia de lo acontecido cuando el subyacente es una *commodity*), infririó el legislador norteamericano de 1982 la bondad del veto al tráfico a término del título cotizado singular o representativo del capital de una empresa única.

De conformidad con lo dispuesto en el Acuerdo Shad-Johnson, incorporado a la *Futures Trading Act* de 1-1-1983, primera ley en el mundo reguladora del tráfico de productos derivados, éstos han de ser *securities*, o bien *futures*. Esta dicotomía resulta impensable en la mayor parte de los Ordenamientos del sistema financiero vigentes en los Estados miembros de la Unión Europea, donde cualquier instrumento derivativo es reputado como un producto negociable en los mercados de valores, es decir, como un “instrumento” de inversión en los términos en que se consideran los objetos de la contratación sobre valores en la Directiva 93/22/CEE sobre Servicios de Inversión de 1993. Sin embargo, de conformidad con las previsiones del Acuerdo Shad-Johnson, los futuros sobre índices de acciones y las opciones sobre éstos merecen la calificación legal de futuros, y por tanto su regulación viene supervisada por la CFTC; mientras las opciones sobre acciones o sobre sus índices se reputan *securities*, sujetas al control de la SEC. Nótese que la distinción resulta artificiosa, en la medida que

existen opciones que se reputan *securities* y otras que se califican como *futures*, pese a poseer idéntica estructura contractual. En general y aunque no se explicita positivamente en el Acuerdo, rige aquí el criterio del activo subyacente para calificar a las opciones que sobre él se ejercitan. Así, las opciones sobre acciones serán valores, por serlo éstas; las opciones sobre futuros serán consideradas futuros. Sin embargo, no deja de sorprender que las opciones sobre índices merezcan diversa consideración cuando su subyacente último (acciones) es idéntico, sólo por la razón de que en un caso estas acciones se negocien a plazo o término, a través de futuros, y en el otro al contado. La única racionalidad de la distinción radica en el criterio de accesoriedad de la opción respecto del *subyacente inmediato* o directo: si se trata de un futuro, la transacción se reputa diferida en firme (*future*); si se trata de acciones o cestas de acciones, se califica la opción como *security*, por serlo el subyacente. Lo cual es dudoso en el caso de las cestas o índices de acciones, pero ha servido como primera aproximación al regulador estadounidense.

Una advertencia adicional es aquí precisa: los futuros sobre acciones singulares, por analogía con las opciones sobre acciones, habrían merecido en 1982 la consideración legal de valores, siguiendo el criterio de accesoriedad. Sin embargo, por ser directamente futuros, habrían merecido la calificación directa de futuros, criterio que por su inmediatez seguramente debería haberse impuesto sobre el precitado. En cualquier caso, se trata del supuesto de más ardua elucidación.

Sólo formuladas las precedentes consideraciones puede comprenderse el sentido y alcance político legal de la prohibición de comercio a plazo sobre acciones tal cual vino formulada por la Ley sobre mercados de *commodities* (CEA) en los términos de su artículo 2(a)(1)(B)(v), redactado de conformidad con las disposiciones del *Shad-Johnson Accord*: “se prohíbe la negociación de contratos de futuros sobre cualquier valor municipal o cualquier valor inscrito según la Ley sobre Valores de 1933 o según la Ley sobre Valores de 1934” (*Securities Exchange Act* 1933 y 1934, SEA). Sin embargo, se exceptuaba de la prohibición a los futuros y opciones sobre éstos siempre que se basasen en valores a los que fuese inaplicable el régimen general según los artículos 3 SEA 1933 y 3(a)(12) SEA 1934, tales como bonos del Tesoro, certificados de depósito y papel comercial o pagarés privados. Del juego de estos preceptos resultaba un taxativo y específico impedimento de la negociación a términos sobre valores de renta fija privada emitida en masa.

Esta es la situación normativa vigente hasta 2002 en Estados Unidos en materia de contratación a futuro sobre acciones, cuya racionalidad y eficiencia han sido puestas, con toda razón, en entredicho. En el fondo de las prohibiciones y de las restricciones impuestas a la *generalidad* del comercio a término en

Estados Unidos ⁽¹⁰⁾, con independencia de los bienes o productos subyacentes a esta modalidad de negociación diferida, late cierto propósito moralizante que se expresa en las normas con un tenor riguroso, cuando no abiertamente hostil, hacia la especulación concebida como medio de vida desviado y perjudicial para la sociedad. La prohibición de las actividades especulativas encuentra su paradigma en la del tráfico de acciones a plazo *de una concreta sociedad*, porque la negociación de títulos de una empresa, especialmente cuando su cotización es fuertemente volátil, aparece como actuación típica de quien, soslayando la realidad económica (objeto social de la empresa cotizada), y aun la gestión ordinaria de su patrimonio financiero (porejemplo, mediante contratos de gestión de carteras), se aprovecha, sea puntual o reiterativamente, pero en todo caso peligrosa (e incluso, a ojos de muchos, injusta o injustificablemente) de sus coyunturas bonancibles, ciertamente en perjuicio del conjunto del mercado cuando advenían crisis que provocaban el incumplimiento contractual, y generalmente en detrimento del patrimonio de modestos inversores, a costa de los cuales encuentra el especulador rédito fácil sin desplegar otro esfuerzo que el nacido de su atención ávida hacia los movimientos continuos de los cambios de mercado. El argumento es extensible, *mutatis mutandis*, a los índices de acciones compuestos por una cesta-base estrecha o numéricamente limitada de títulos.

Según demuestran los estudios financieros contemporáneos, la especulación, concebida como actividad de suministro eficaz de contrapartida operante al margen de las necesidades de posesión o propiedad del activo o bien sobre el que se proyecta, no sólo no constituye un mal de mercado, sino que contribuye notablemente a su sostén y fortalecimiento ⁽¹¹⁾. Esto es exacto en la medida en que la operatoria especulativa nutre de fondos continuamente al mercado, contribuyendo a la liquidez (desinversión) que otros agentes precisan, y aun a la *legal compliance* a cargo asimismo de otros agentes (piénsese en los requisitos de frecuencia de cotización exigidos por el art. 32 LMV; cfr. 27 y ss. Reglamen-

(10) Las más conocidas son las impuestas por la *Futures Trading Act*, primera regulación federal (1921); la *Grain Futures Administration*, que previno el incumplimiento modelando severos controles sobre el *modus tradendi* a vencimiento y reforzando las obligaciones de información en el sector; y la propia CEA (1936), que no prohibió las posiciones especulativas sobre mercancías, pero limitó su cuantía en beneficio de productores y consumidores. Argumentos similares se barajaron para excluir a los derivados a la medida (OTC) entre profesionales de la cobertura de la CEA (cf. el discurso de PARKINSON, P.M., *H.R. 4541, the Commodity Futures Modernization Act of 2000 Before the U.S. Committee on Banking and Financial Services*, presentado ante la *U.S. House of Representatives* el 19-7-2000, consultable en *Futuresworld.com*, *passim*).

(11) Por todos, COX, J.C. y RUBINSTEIN, M., *Options Markets*, Nueva Jersey, 1985, 50-55, 427-428, argumentando *ex coste-beneficio*.

to de Bolsas); por lo demás, esta actividad sostiene la eficiencia de las transacciones, contribuyendo a acercar a los precios hacia sus niveles de equilibrio, tanto en los mercados de contado como en los mercados de operaciones a término. De esta contemplación de eficiencia no se sigue sin más, sin embargo, la consecuencia de que el mercado sea moralmente aséptico; sí, sencillamente, que la especulación es saludable para preservar su propio funcionamiento.

El tipo de especulación del que más se recelaba en 1982 a la hora de pactar la prohibición de tráfico sobre acciones era más bien un comportamiento atentatorio contra la eficiencia y la integridad del mercado: la manipulación de los precios del contrato de futuros, y por esta vía, la de la cotización de las acciones que servían de soporte al instrumento derivado. Dichá manipulación sería realizada por grandes inversores (especuladores institucionales) por procedimientos como la difusión de información falsa o engañosa sobre los precios esperados para los contratos de futuros o sus acciones de referencia, o el estrangulamiento del mercado de futuros mediante compra o venta masiva de los propios futuros o de acciones en la Bolsa en períodos de bajo nivel de contratación particularo minorista.

Sin embargo, y sin negar la posibilidad de realizar conductas abusivas del mercado, la racionalidad de las prohibiciones parece reducida si se contempla desde la perspectiva de la experiencia de la contratación en los mercados de productos derivados, los más seguros y eficientes del sistema financiero, como prueba el escaso número de reclamaciones recibidas por las agencias reguladoras si se compara con el que reciben éstas por operaciones en el mercado de subyacentes. Seguridad que es propiciada por la propia sistemática de la contratación sobre derivados organizada directamente a través de cámara compensadora, y por la vigilancia estrecha que las autoridades de cada mercado de derivativos ejercen sobre la negociación y sobre la normativa interna en materia de actuación de miembros, márgenes o depósitos de garantía, precios y volúmenes de operaciones subyacentes, entre otros extremos.

Desde la propia perspectiva de la integridad del mercado no sólo parece débil el argumento de prevención ante especulativa porque seane necesaria la especulación para preservar la liquidez del mercado, sino asimismo porque es perfectamente posible especular fuera del mercado de derivados combinando operaciones sobre el subyacente, aunque desde luego más ineficientemente en términos de coste conjunto. Así, operando en el mercado de derivados sobre acciones se puede lograr a menor coste que operando en Bolsa, diseñando estrategias multiopcionales equivalentes o *sintéticas* [por ejemplo, comprar (*call*) y vender (*put*) a la vez, sobre la misma acción y al mismo vencimiento, resulta en una posición de resultados conjunta eventual o futura equivalente ala compra de futuros sobre dicha acción, con la diferencia perjudicial de los costes de transacción por primas de opción, y la multiplicación de comisiones].

Adoptando ahora otro punto de vista, resulta fácilmente inteligible que prohibir la concertación de operaciones de futuro impide no sólo especular con menor coste que en Bolsa, sino también que las partes esquiven (*hedge*) de manera segura y rápida sus riesgos de precio o cambio sobre activos ya poseídos o que contratarán en el futuro. Esa función de cobertura es vital asimismo para mantener una deseable liquidez en el mercado de contado sobre el que se opera en el activo preposeído o de contratación venidera, que no es otro que el mercado de activos subyacentes, en este caso la Bolsa donde están cotizándose las acciones sobre las que además se negocia a futuro (*forward*) en el mercado de derivados, o también, si así se autoriza, en una Bolsa (para el caso español, v. art. 46 LMV). La realización de coberturas, extraordinariamente facilitada por la negociación a futuro, permite incrementar a su vez el periodo medio de tenencia del subyacente cuando éste, como es el caso de las acciones, es susceptible de entrega. Y ese incremento reduce el diferencial o rango de cotización ofertada y solicitada ⁽¹²⁾, debido al efecto compensación o amortiguación que, sobre el patrimonio de quien realiza la cobertura, produce la ejecución del derivado (contrato de futuros) cobertor o protector. De esta suerte, facilitar la negociación a futuros sobre acciones supone facilitar estrategias de cobertura a todos los operadores, con la consiguiente *estabilización de cotizaciones*, saludable en mercados o situaciones de incertidumbre no deseada o extrema volatilidad inducida por coyunturas sociopolíticas, regulatorias o macroeconómicas adversas.

Por lo demás, no parece racional mantener una prohibición que impide recibir los demás benéficos efectos que sobre la negociación al contado surte la contratación de derivados, bien conocidos por los economistas financieros. A saber, la mejora de la información sobre los precios esperados del subyacente, crucial para lograr la transparencia y la correcta formación de las expectativas empresariales cuando de acciones se trata; y la eliminación de costes informativos sobre la evolución esperada de las cotizaciones, en la medida en que el público la conoce, por la publicidad de los cambios de los contratos de futuros sobre acciones. Esto supone a su vez un saludable incremento de la cantidad de información disponible por emisores e inversores en la Bolsa, con la consiguiente mejora de la competitividad en el conjunto de los mercados.

2. Proyección internacional de las restricciones

Las restricciones al tráfico a plazo sobre acciones en Estados Unidos impuestas a través de acuerdos parlamentarios de prohibición o condicionamiento

(12) *Bid-ask spread* (cfr. BURNS, *ob. cit.*, 67).

a la observancia de severos requisitos que impusieron acuerdos precursores del Johnson-Shad Accord durante las primeras décadas de siglo se tradujo rápidamente, especialmente en los años 30 por efecto del *Wall Street crash* de 1929, en un clima generalizado de rechazo normativo internacional del comercio especulativo con acciones, particularmente en el ámbito bursátil de sello angloamericano (Londres, Hong-Kong, Sydney) y en el caso de transacciones con prestaciones diferidas (*forward*).

La prohibición se apoyaba ciertamente en argumentos preventivos de corte clásico y alcance general para las transacciones sobre valores mobiliarios, tales como la necesidad de reprimir conductas fraudulentas, abusivas del mercado o atentatorias contra la simetría informativa, o la necesidad de limitar monopolios fácticos de los “cuidadores” del mercado, corregir externalidades de éste y defender la productividad de los sectores subyacentes concernidos. Otros argumentos de orden específico, relacionados con el carácter a plazo de la negociación prohibida, fueron asimismo tomados en consideración, particularmente la necesidad de evitar una incorrecta asignación de recursos, consecuencia de los incumplimientos de las operaciones a plazo.

Ya en la nueva era del comercio a término normalizado, seguro y eficiente, iniciado en 1973 en el CBOE mediante la negociación de opciones y canalizado por vía de interposición contractual de cámaras de compensación responsables directas frente a los inversores, la prohibición impuesta sobre el tráfico a plazo de acciones singulares no se comprende sino es desde la óptica de los conflictos jurisdiccionales internos suscitados entre la SEC y la CFTC desde los orígenes de esta última institución.

Lo cierto es que, pese a la superior eficiencia de funcionamiento de los mercados de derivados, el efecto mimético de las prohibiciones sobre la negociación de *stock futures* seguía produciéndose, no tanto en el plano legislativo como en el comercial. Este efecto mimético, más sensible a argumentos de *marketing* de *corporate opportunity* que acualquiera de índole normativa. No en vano ningún país europeo con mercados de derivados en los años 80 y 90 prohibió negociar *stock futures*; sencillamente, no se regulaba este tipo de contrato en condiciones generales de mercados organizados. Desde 1982 hasta nuestros días es raro encontrar en todo el mundo algún comercio organizado a plazo sobre acciones cotizadas que no sea el puramente opcional, permitido desde su origen en Estados Unidos y transplantado con facilidad al resto de mercados ⁽¹³⁾.

(13) V. el análisis cronotópico que realizan Christine HERSENT e Yves SIMON, en *Marchés à terme et options dans le monde*, Dalloz, París, 1989, cap. segundo, *passim*.

IV. EL CAMINO HACIA LA REMOCIÓN DE LAS RESTRICCIONES

1. Fundamentación económica

No puede sostenerse hoy, vista la experiencia de la negociación en instrumentos derivativos acontecida en todo el mundo durante las últimas dos décadas, una prohibición generalizada de sector subyacente alguno. Ni siquiera cuando se trate de futuros sobre acciones concretas, aun en el supuesto que entraña mayores riesgos de incumplimiento: el de entrega de subyacente. Poderosas razones asisten la afirmación precedente. En primer término, la posibilidad de disminuir la inversión de efectivo o capital preciso para ejecutar una estrategia sobre acciones, disminución obvia para quien conoce el funcionamiento del mercado a plazo, y que se explica en la postposición de los desembolsos necesarios para liquidar las operaciones, limitados a los márgenes o garantías por operaciones comprometidas. En segundo lugar, la facilidad con que las carteras pueden gestionarse, controlando sus niveles de riesgo de cambio, operando con estos productos con una finalidad de cobertura.

La regulación proyectada en 2001 para el mercado de futuros sobre acciones que iniciará la negociación en 2002 tiene por pieza maestra, desde el punto de vista de la construcción institucional, en el diseño, constitución formal y puesta en funcionamiento de la *joint venture* ONECHICAGO LLC, conformada y participada en capital por los tres mercados de instrumentos a plazo de Chicago ⁽¹⁴⁾.

Tanto las normas constituyentes de este mercado único como las previsiones de la nueva CFMA dejan entrever la voluntad de aplicar un criterio sutilmente flexible en materia de cumplimiento contractual. Flexibilidad cuyos parámetros de consenso arrancan de un principio compartido de *actualización permanente del sistema liquidativo* de las operaciones. Significa esto que, a la hora del diseño de condiciones generales de los *stock futures*, se otorgan notables facilidades para la modificación del sistema de cumplimiento o ejecución de las operaciones sobre el activo subyacente. Cabe conceptualizar esta como una medida de prudencia, muy necesaria considerando en especial la extrema volatilidad general del mercado bursátil internacional durante los últimos años, recientemente agravada en el otoño de 2001 para el caso del mercado de futuros por efecto de los imprevisibles acontecimientos del 11-9-2001. La volatilidad, que parece remitir no obstante en los albores de 2002, es siempre, por otra parte,

(14) CBOE, CME y CBOT (cfr. "U.S. trade in stock equity futures set for 2002", en Yahoo Finance, 28-11-2001, 1-3).

particularmente intensa en el caso de títulos de empresas tecnológicas o de telecomunicación.

No es de extrañar que la industria de Chicago, consideradas estas circunstancias, haya previsto que algunos de estos futuros puedan liquidarse según un innovador sistema de cumplimiento contractual, ya empleado en algún mercado americano, consistente en el *intercambio de posiciones contractuales diferidas por posiciones en subyacente entregable* (*exchange of futures for physical* o EFP, en el argot), sistema que goza de amplia implantación en otros sectores de comercio a plazos sobre subyacentes reales (por ejemplo, futuros sobre petróleo objeto de transacción en el mercado *New York Mercantile Exchange*) y de conformidad con cuyo desenvolvimiento el contrato puede variar el *modus adimplendum* antes del vencimiento, o incluso después del mismo bajo determinados presupuestos. Esto significa que, sobre un contrato de futuros liquidado por diferencias, puede introducirse una variación del sistema de cumplimiento siempre que el subyacente pueda ser objeto de compra-venta, cual es el caso de las acciones. Y así, una posición a futuros sobre acciones liquidada por diferencias preconstituida podrá liquidarse por voluntad de las partes y de conformidad con las reglas del mercado entregando las acciones subyacentes en lugar de una diferencia en efectivo, así al vencimiento como anticipadamente. Elegido el cambio de sistema y comunicada su variación al órgano rector del mercado, se procede a celebrar una operación bursátil ordinaria (art. 36 LMV) sobre las acciones en cuestión, lo que substituye al cobro de las diferencias de cambio o cotización pre pactadas como mecanismo liquidativo. Para reclamar este tipo de alteraciones del modo de cumplimiento es menester atender a los requisitos predeterminados en el condicionado general de los contratos de futuros, los cuales deben señalar quiénes son los titulares de la libre potestad o derecho de opción modificativa de la modalidad de ejecución de las operaciones, así como los plazos y condiciones en que se produce la transición del sistema de mantenimiento de posiciones en contratos de futuros con liquidación diferencial en efectivo, por el de posiciones a plazo liquidadas según el procedimiento tradicional bursátil consistente en la entrega de las acciones.

Medidas como ésta, así como las generales del mercado de derivados, y en particular los privilegios concursales de las cámaras compensadoras, su intervención como parte en los contratos, el riguroso régimen de registro de posiciones anotadas, o el sistema de garantías reales del contrato principal superpuestas y retroalimentadas ⁽¹⁵⁾, hacen prácticamente nulo el riesgo de incumplimiento en cadena por parte de miembros e inversores del mercado.

(15) Cfr. IBÁÑEZ, *La contratación*, 225; Íd., *Opciones*, 327.

De ahí que la fundamentación económica de las prohibiciones legales sea *extremadamente débil*. Es la historia legal de la organización de los mercados norteamericanos, y el conflicto jurisdiccional o de competencia supervisora *SEC vs CFTC*, lo que principalmente ha conducido al estancamiento del desarrollo de la contratación en firme sobre posiciones diferidas en valores cotizados.

La primera parte de la afirmación anterior, esto es, la debilidad del fundamento económico de las prohibiciones legales, descansa sobre dos presupuestos. Uno es la propia eficiencia de la contratación sobre futuros normalizada respecto a la contratación a plazo tradicional, cuestión exhaustivamente estudiada por la literatura financiera internacional y suficientemente abordada ya, incluso, por la doctrina mercantilista española ⁽¹⁶⁾. El otro es la ventaja relativa que especuladores y coberturistas de posiciones reales en acciones obtienen contratando futuros sobre acciones individuales, respecto a la situación preexistente donde sólo pueden hacerlo creando futuros sintéticos, negociando OTC sobre acciones individuales u operando en opciones. Obviamente, todas estas alternativas acarrear superiores costes transaccionales, bien porque es preciso celebrar varios contratos (caso de los sintéticos), bien porque los riesgos asumidos son desproporcionados y la liquidez no está asegurada (caso de la operatoria OTC, que, aun servida a través de empresas de inversión, no cuenta con las garantías sistémicas de los mercados de derivados organizados), bien porque la operatoria no se ajusta a la estrategia pretendida (caso de la inversión en opciones o con potestad de abstención celebrativa o perfecta del contrato).

Sobre el segundo argumento presentado, a saber, la irracionalidad en que incurre el legislador estadounidense al vetar el comercio directo a términos sobre títulos cotizados, principalmente a causa del conflicto competencial SEC-CFTC, tratan los subepígrafos 3 y 4.

2. Primeras iniciativas internacionales orientadas a la quiebra de las prohibiciones

El comercio a plazo sobre acciones individuales está tardando en reaparecer exactamente tantos años cuantos han sido precisos para comprobar empíricamente el grado de eficiencia de la contratación a plazo normalizada que se lleva a cabo en los mercados organizados de futuros (*futures markets*), y su virtualidad protectora del pequeño inversor, especialmente bajo el imperio de

(16) Por ejemplo, por SÁNCHEZ ANDRÉS, "Regulación, control de riesgos y cooperación internacional en relación con instrumentos derivados", en VV.AA., *Productos financieros derivados*, Madrid, 1997, 19-65.

Ordenamientos de valores modernos como los vigentes en las naciones desarrolladas, donde son un hecho la contratación telemática en los mercados y el uso de la tecnología más avanzada para prevenir la manipulación de los precios y el estrangulamiento del tráfico por los especuladores. Los beneficios de la contratación sobre estos instrumentos o productos derivativos son de sobra conocidos desde los años 80 (transferencia eficiente de riesgo, control de externalidades, eliminación prácticamente absoluta del *credit risk* asociado a las posiciones cubiertas por las garantías del mercado, entre otros), pero no ha sido hasta los 90 cuando el legislador estadounidense ha tomado conciencia de la necesidad de levantar las prohibiciones, sin duda con retraso excesivo desde el punto de vista de la eficiencia del mercado y de la correcta asignación de recursos ⁽¹⁷⁾.

Sin embargo, otros países, menos recelosos históricamente frente a la contratación a plazo sobre acciones sin duda por no atesorar un arsenal tan repleto de fraudes especulativos, y este es el caso español, se han adelantado a la apertura. A partir de 1998 se ha disparado la alarma en los mercados individuales de derivados, y se ha pasado de una situación donde los únicos mercados del planeta que disponían al iniciarse la década de los 90 de este tipo de derivados eran los de São Paulo y Australia, a otra muy diferente caracterizada por la rápida implantación de los futuros sobre acciones en los mercados español, sueco, finlandés, canadiense y británico de derivados, a los que se ha unido en 2002 el de Hong-Kong. Ahora se ofrecen futuros sobre más de 200 valores cotizados subyacentes y, naturalmente, una vez abierta la veda en EE. UU., esa cifra se disparará.

En los seis primeros meses a contar desde su puesta a disposición en el mercado (abril de 2001), los futuros de acciones negociados en nuestro MEFF han conocido el liderazgo mundial en el comercio a término sobre valores de renta variable, lo cual no deja de resultar espectacular incluso considerando que este mercado español de productos derivados ocupa la (nada desdeñable, por cierto) sexta plaza mundial por volumen nominal de negociación entre los mercados organizados de su categoría ⁽¹⁸⁾.

(17) Así lo expresaba este mismo año el senador Dick LUGAN: "la prohibición (nacional) de contratos de futuro sobre acciones individuales impulsa el desarrollo de este mercado en el extranjero".

(18) En el verano de 2001, en LIFFE se negociaba una media próxima a 5.000 futuros sobre acciones diarios, mientras que en MEFF la cifra de negocio superaba el cuádruplo de la anterior (unos 22.000 contratos diarios). Acaso la explicación reside en el sistema liquidativo, por entrega en MEFF, frente al diferencial seleccionado por LIFFE (así lo han sugerido las autoridades del CBOE en algunas comparecencias públicas). Sin embargo, cada sistema tiene sus costes y beneficios, y ciertamente también la liquidación diferencial alivia costes, aunque no permita al tomador de posición compradora aprovechar la liquidación para operar con el subyacente o para ejercer directamente sus derechos políticos y económicos.

El mercado electrónico NASDAQ (de la *National Association of Securities Dealers Automated Quotation*) y el *London International Financial Futures Exchange* (LIFFE) intentan en la actualidad recuperar el terreno comercial perdido, asociándose como colideres mundiales, uno en la negociación de acciones tecnológicas y sus opciones (algunas de tanto renombre como la *QQQ option on the NASDAQ 100 Tracking Stock*) y otro en la europea sobre derivados, para proponer la contratación de diversos futuros sobre acciones individuales, los cuales serán negociables simultáneamente a través de NASDAQ LIFFE MARKETS, *joint venture* participada igualmente por ambos mercados, y asimismo en el *London Stock Exchange* (LSE), primera bolsa del Reino Unido y de la Unión Europea ⁽¹⁹⁾. En el propio LSE y se ha designado como *universal stock futures* la negociación de un nuevo producto derivado demostrativo de la intención de generalizar el comercio a plazo de futuros sobre acciones singulares, tan necesario para la industria financiera y para empresas e inversores. Estos llamados futuros sobre acciones universales o globales son sencillamente contratos normalizados a plazos sobre acciones, bien individualmente bien agrupadas en índices, que cotizan en mercados ubicados en diferentes mercados internacionales, entre otros, estadounidenses. El propósito de los emisores del derivado es permeabilizar el acceso simultáneo a varios mercados por parte de miembros y operadores, así como facilitar la cobertura de carteras con composición internacional. El lanzamiento de este concreto producto, disponible desde invierno de 2001, ha contribuido manifiestamente a acelerar el proceso de transformación legislativa imprescindible para permitir a la industria estadounidense competir con la europea en este ámbito ⁽²⁰⁾.

Por su parte, la Bolsa electrónica integrada por las de Amsterdam, Bruselas y París, conocida como *Euronext*, ofrece desde el 28-11-2000 la contratación de futuros sobre las acciones de ocho compañías holandesas, entre otras, las de las sociedades cotizadas ABN AMRO, ING, PHILIPS y UNILEVER. Se observa que la competencia entre los mercados europeos y norteamericanos no ha hecho sino comenzar. Pero la ventaja competitiva reside hoy por hoy en Europa, debido a las limitaciones impuestas a la negociación por el acuerdo Shad-Johnson en EE. UU. De ahí la urgencia del legislador norteamericano a la

(19) En el mes de septiembre de 2001 la presidencia del LIFFE anunciaba la negociación de los primeros futuros sobre acciones de quince empresas cotizadas europeas (alemanas, finesas, francesas, holandesas) y americanas, algunas de tanto relieve como AT&T, CISCO SYSTEMS, CITIGROUP, EXXON MOBIL CORP. o MERK & CO.

(20) Así lo han reconocido los responsables del CBOE (v. CBOE, "Single Stock Futures. Remarks by CBOE Chairman and CEO William J. Brodsky to the Investment Analysis Society of Chicago", 1-3-2001, pp. 2 y 5).

hora de proponer las medidas legales facilitadoras de las iniciativas de la industria nacional que se describen a continuación.

3. Las iniciativas societarias propuestas en Estados Unidos y su racionalidad

En el mismo mes de septiembre de 2001, poco después de hacerse públicos los anuncios de acuerdo entre los mercados NASDAQ y LIFFE para la negociación de futuros sobre acciones, las autoridades norteamericanas competentes, la *Commodities Futures Trading Commission* y la *Securities Exchange Commission*, anunciaban el final de una controversia iniciada hace más de medio siglo, dictaminando a favor de la abrogación definitiva del *Johnson-Shad Accord*, crucial pieza normativa de origen parlamentario por cuya virtud, desde 1982, quedaba prohibida la contratación diferida en firme o con obligación de comprar y vender, cuando el objeto del contrato recayese sobre acciones cotizadas individuales, aun con pacto de liquidación a diferencias. Vale decir, queda así restaurado el comercio de acciones a término, cuyas transacciones en el espacio económico financiero estadounidense están permitidas por la CFMA para su ejecución en mercados organizados a partir del día 21-12-2001, fecha que debía poner el punto final a ochenta años de ineficiencia relativa en los mercados. Para ese día, en efecto, se había previsto la apertura del nuevo mercado único de Chicago a la contratación de futuros sobre acciones. Sin embargo, la repercusión nacional de los sucesos del 11-9-2001 en el Pentágono y en el *World Trade Center* ha aconsejado el aplazamiento hasta el mes de abril de 2002 ⁽²¹⁾.

La gestación del proceso político-legal y corporativo conducente al levantamiento, presuntamente definitivo, de la prohibición del tráfico a término sobre acciones individuales o singulares ha conocido el marco cronológico de la transición intermilenaria. Esa transición secular ha venido a coincidir con otro tránsito, el que va desde la irracional exclusión de los futuros sobre acciones singulares como producto negociable en los mercados estadounidenses de derivados, hacia su admisión legal. Pero además del reconocimiento normativo, era preciso crear un marco empresarial adecuado para procurar el lanzamiento in-

(21) Cfr. PHILADELPHIA STOCK EXCHANGE: "Industry Buzz: Single Stock Futures", en www.PHLX.com, News, 09, 1-2002, 1-2. La demora fue propuesta al Congreso de los EE.UU. por las asociaciones de miembros de los mercados bursátiles y de futuros, con la connivencia de los dirigentes máximos de la SEC y de la CFTC. No en vano los sucesos del 11 de septiembre han "restringido severamente los sistemas y recursos operativos y personales de las empresas, mercados y órganos de liquidación que suministran la infraestructura a los mercados de capitales de los EE.UU.", en palabras de los Presidentes de la *Securities Industry Association*, Marc E. LACKRITZ, y de la *Futures Industry Association*, John DAMGARD, según escrito dirigido a los comités de banca y servicios financieros del Senado de los EE.UU. (v. *ibidem*, *infra*).

dustrial del instrumento con garantías de competitividad a escala global. Por eso, acabando la primera quincena de noviembre de 2000, el *Board of Directors* del mercado CME decide unánimemente aprobar la propuesta de una modificación estatutaria para transformarse en sociedad *for-profit*, participada por accionistas independientes. El trasfondo corporativo de esta transformación no era otro que preparar, según puede observarse en la documentación publicada por este mercado y por su *partenaire* CBOE (cfr. www.cboe.com y www.cme.com), una *joint-venture*, a cuya firma unióse asimismo, si bien colaborando con una participación en capital más limitada, el tercer mercado de negociación a plazo de Chicago en discordia y más vetusto de los tres, el *Chicago Board of Trade*. Este acuerdo fue sellado el 14-5-2001, y su principal propósito, plenamente logrado, ha consistido en facilitar la introducción en el mercado de capitales estadounidense de un catálogo de nuevos contratos de futuros *single-stock based*.

El mecanismo societario seleccionado para llevar a buen puerto esa andadura hacia la concentración se ha concretado en la articulación de un mercado autónomo, con forma de sociedad anónima, reconocido por la SEC y por la CFTC como organizado, y donde la contratación, totalmente informática, se encauza según las disposiciones reguladoras de las nuevas plataformas de entrada y case de órdenes denominadas: *CBOE direct TM*, propuesta por el propio CBOE para potenciar la negociación de preapertura o previa a la sesión sobre tres derivados de índices (*Standard and Poor's 100*, *Dow Jones industrial Average*, *Russell 2000*); y *GLOBEX 2*, proveniente del CME o *Merc*, cual en la jerga profesional se llama a este espacio de negociación a término de mercados.

Por razones de coste y facilidad operativa, la liquidación de las operaciones a plazo sobre acciones individuales en el nuevo mercado se efectuará a través de la *Options Clearing Corporation*, cámara compensadora de los contratos donde desde hace ya más de una década, y hasta 2001, se venían negociando y registrando, con extraordinaria efectividad y ausencia prácticamente total de incidencias litigiosas, en el mercado de opciones CBOE. Se ha contemplado como sistema definitivamente idóneo de liquidación aquel que, dirigido por la precitada cámara, integre al propio mercado CME como miembro compensador-liquidador especial que dotada de acceso a la liquidación de operaciones y a las entidades adheridas al precedente sistema de compensación y liquidación dispuesto por CME que, a un tiempo, no eran ya miembros adheridos a la cámara de compensación de opciones aglutinante del nuevo sistema.

Completa el proceso de racionalización del comercio a término sobre acciones individuales en el seno del proceso de concentración descrito un conjunto de medidas complementarias en materia de registro de contratos, cotización de operaciones, difusión de información y novedades en materia de intermedia-

ción, que sería seguramente tan prolijo como inoportuno detallarla aquí. En este último orden de cosas, baste ahora apuntar, sobresale una medida que dotará de considerable impulso a la negociación del mercado, previniendo eficazmente el riesgo de iliquidez: la intervención de *Designated Primary Market-Makers* como suministradores temporales de contrapartida necesaria en contratos de futuros sobre acciones determinadas, miembros especiales del nuevo mercado que serán seleccionados de conformidad con criterios normativos excepcionalmente rigurosos, cuenta habida del interés empresarial y del regulador por la fortificación de las garantías genéricas del mercado preventivas del riesgo sistémico o de incumplimiento enlazado de operaciones, riesgo particularmente elevado en el caso de estos productos sobre acciones individuales, mas nunca del todo eliminado a pesar de las excelentes medidas de prevención reglamentadas internamente.

4. Fundamentos de la nueva regulación del comercio a plazo sobre títulos cotizados en Estados Unidos

La *Commodity Futures Modernization Act* (CFMA), aprobada el 21-12-2000 por el Congreso de los Estados Unidos después de conocer el personal y firme apoyo del Presidente de la Reserva Federal, Alan GREENSPAN, así ante el Senado como ante la *House of Representatives* (ésta daba su aquiescencia al texto definitivo el 3-11-2000), ha venido a derogar el Acuerdo Johnson-Shad de 1982, habilitando a los inversores individuales para negociar futuros sobre acciones de concretas compañías cotizadas a partir de un año a contar desde la entrada en vigor de la propia CFMA, es decir, durante la última semana de 2001. Desde el 21-8-2001, los inversores institucionales pueden ya realizar estas transacciones en EE.UU. A partir del día 21-12-2003, además, se permitirá en este país la negociación de opciones sobre estos *stock futures*, que han dejado de ser considerados “contrarios al interés público”, y por tanto vetables, de conformidad con lo establecido por la *Commodity Futures Trading Act* de 1974.

A) El factor de la competencia empresarial.

La CFMA encuentra su razón de ser en las iniciativas empresariales propulsadas desde el mercado CBOT de futuros, que aspiraba a acaparar la negociación de futuros sobre acciones individuales, una vez planteada su viabilidad económica y calibrados los costes de oportunidad en que incurría el mercado al dejar en manos de otros mercados extranjeros (como el madrileño MEFF-RV) la iniciativa en la creación de contratos de futuros sobre acciones de compañías importantes en el plano internacional (por ejemplo, nuestra TELEFÓNICA,

cotizada en las Bolsas de Londres —LSE— y Nueva York —NYSE— a la vez que en nuestro mercado continuo o sistema de interconexión bursátil electrónico, (SIBE).

No tardó en llegar la reacción de la competencia. Las autoridades del CBOE, mercado de opciones, argumentaron ante los reguladores la similitud estructural observable entre los contratos proyectados de futuros sobre acciones individuales y las opciones sobre ellas que se negociaban en su mercado de opciones, como tales, con estatuto legal de *securities*. En el fondo de este razonamiento subyacía la racionalidad de la ordenación legal europea en la negociación de instrumentos derivativos. Si una opción se consideraba “valor” negociable, también debería serlo un futuro, al menos si el subyacente era el mismo.

En realidad, la cuestión de competencia entre mercados viene alimentada por una previa ineficiencia regulatoria. El bifrontismo supervisor carece de racionalidad considerando la afinidad de todos los derivados financieros y la necesidad de lograr un control homogéneo de la actividad de la totalidad de la industria financiera. Sin embargo, subsisten los dos supervisores, y por eso el mercado se desarrolla a través de empresas especializadas en la negociación de uno u otro producto. Justamente por su ubicación en la misma divisoria idealmente trazable entre la contratación de futuros y de valores, el regulador dirimirá a través de la CFMA el conflicto interjurisdiccional, propiciando de paso la mejora de la competitividad en el sector. Las empresas rectoras de los mercados disponen ahora de la ocasión histórica para compartir el sector de las *stock futures*, y la han aprovechado formalizando una *joint venture* emblemática, acaso embrionaria de la unificación de los mercados de derivados y subyacentes, al menos en el ámbito estadounidense y, de modo particular, en el caso de los mercados de Chicago.

Definitivamente, la propia competencia entre mercados propicia su concentración, en este como en otros sectores del comercio. Y la remoción de barreras legales a la negociación de los futuros sobre acciones ha servido para fortificar aquella competencia. Ahora bien; a su vez, las iniciativas empresariales emprendidas en el sector, que según se ha visto se han iniciado fuera de los EE. UU. para trasladarse al plano interno o doméstico norteamericano, han redundado en una aceleración extraordinaria del proceso de reconversión normativa, expresado en la promulgación de la CFMA.

B) La cuestión del llamado *arbitraje normativo*

El debate legal relativo a la modernización de los mercados norteamericanos de derivados arranca en el verano de 1999 y se prolonga hasta el otoño de 2000, cuando se alcanza un compromiso de paridad regulatoria para asegurar que no sería posible negociar los nuevos futuros sobre acciones individuales

aprovechando una eventual dualidad de supervisión para realizar una suerte de *arbitraje legal*, por ejemplo, adquiriendo posiciones en futuros sobre acciones en un mercado y opciones en el otro sobre los mismos títulos, o comprando y vendiendo futuros sobre acciones con beneficio al realizar las operaciones en ambos mercados simultáneamente. Esta suerte de arbitraje, qué duda cabe, engendra indeseables ineficiencias y lastra el desarrollo de la innovación y el incremento de la competitividad, restando no sólo seguridad jurídica a las transacciones financieras, sino incertidumbre a los mercados. Y retrasa, en particular, el desarrollo interno de los mercados de negociación secundaria en los Estados Unidos, cual han manifestado no sólo los responsables de su gestión y administración interna, sino las propias autoridades de la Reserva Federal norteamericana, de manera contundente y a lo largo de todo el proceso gestativo del texto de la CFMA ⁽²²⁾.

En aras de la eficiencia es menester suprimir la posibilidad de ejecución de operaciones de arbitraje normativo. Congruentemente, las reglas sobre acceso a las operaciones, protección general del inversor, abuso informativo y manipulación de mercado, entre otras, deben equipararse en todo el espacio de contratación nacional de los EE. UU., sea cual fuere el mercado de transacción donde se opere a plazo. Y ese deber de interés general ha prevalecido finalmente en el tenor de la nueva CFMA, que entraña un logro histórico: la consecución de un acuerdo de distribución de competencias equitativo entre la SEC y la CFTC, al margen de otros progresos colaterales en materia de armonización tributaria ⁽²³⁾,

(22) PARKINSON, P.M., *H.R. 4541, cit., ibidem*. El *President's Working Group on Financial Markets* (PWG) concluía durante el *iter* preparatorio de la CFMA que sólo podría derogarse el *Acuerdo Shad-Johnson* (y con él, el veto al *stock futures trading*) removiendo los obstáculos legales que facilitaban el arbitraje legal, pero también impulsando la integración del mercado bursátil subyacente, el de futuros. El 14-9-2000 los Presidentes de la SEC, Arthur LEVITT, y de la CFTC, William RAINER, acuerdan esa derogación, y remiten al Congreso el texto proyectado de la CFMA unido a una carta explicativa, firmada además por el Presidente de la Reserva Federal, Alan GREENSPAN, y por el Secretario del Tesoro, Lawrence SUMMERS, urgiendo la aprobación de la nueva Ley. El 20-10-2000 era aprobado por el Congreso el texto de la CFMA (HR 5660), cuyo Título II contenía las disposiciones que permiten la contratación de futuros sobre títulos cotizados específicos. El 21-12-2000, presignada por Bill CLINTON, se promulgaba la CFMA.

(23) En CBOE, *Single Stock Futures, cit.*, p. 3, se examina la interesante problemática tributaria suscitada en torno a la unificación impulsada por el Departamento del Tesoro respecto a los *blended rates* o tipos mixtos compuestos de incremento patrimonial a corto y largo plazo en la contratación de futuros y opciones sobre índices, contrapuesta a la tributación racional o completa de opciones sobre acciones individuales según su plazo. Aún parece difuso el plan proyectado para tributar a partir de 2002 por rendimientos nacidos de los futuros sobre acciones que se negociarán en los mercados integrados de Chicago.

participación de miembros o comisionistas de mercado ⁽²⁴⁾, homologación de los regímenes de márgenes o depósitos de garantía ⁽²⁵⁾ y cánones de mercado. Por primera vez en la historia de la regulación americana, los futuros de acciones se verán sujetos a las tasas o cánones bursátiles cobrados por la SEC, circunstancia que prueba su progresiva adscripción al área de los productos derivativos, y su alejamiento paralelo de la esfera de los demás futuros, tradicionalmente considerados como *commodities*. Tal calificación carece en absoluto de sentido cuando, cual es el caso que nos ocupa, el subyacente es claramente un valor negociable en mercados financieros.

C) El problema de la diferenciación conceptual entre instrumentos financieros.

Con todo, la entrada en vigor de la CFMA (21-12-2000) no ha aclarado la cuestión conceptual básica: si un futuro sobre acciones es una *security* ⁽²⁶⁾ o un *future*. La CFMA se ha promulgado para proporcionar flexibilidad al comercio a plazo sobre valores de renta variable determinados. De ahí que, a diferencia de otros futuros como los que tienen por subyacente a los índices de acciones, que sólo pueden ser reputados legalmente como futuros, los futuros sobre acciones singulares, *en atención a su subyacente*, pueden considerarse como *securities*, y negociarse en una bolsa de valores o incluso en mercados de opciones sobre acciones, bajo la competencia supervisora de la SEC. Mas, por otra parte y por contraposición a las acciones, sólo negociables en *stock exchanges* (bolsas), y asimismo a las opciones sobre índices de acciones, únicamente contratables en *option exchanges* (mercados específicos de negociación de opciones), los futuros sobre acciones pueden ser ya objeto de transacción en mercados de futuros, de conformidad con las previsiones flexibles de la CFMA.

(24) En el campo asociativo profesional, deben mencionarse los trabajos conjuntamente elaborados por la *National Association of Securities Dealers* (NASD), aglutinadora de los miembros que operan en el mercado tecnológico NASDAQ, y por la asociación de miembros de los mercados de futuros estadounidenses, la *National Futures Association* (NFA), en materia de unificación de las reglas sobre comisión para contratar a plazo sobre acciones.

(25) Responsables de la SEC y de la CFTC anunciaron la primera semana de 2000 su previsión de establecer depósitos iniciales del 20% del nominal subyacente, para cubrir el riesgo de oscilación del precio de las acciones. Medida cautelosa, comparada con el margen del 16% exigido habitualmente en Europa al comprador y al vendedor de futuros sobre acciones. El margen del 20% es razonable a juicio del Presidente de NASDAQ LIFFE MARKETS, Bob FITZSIMMONS (cfr. Yahoo Finance, "U.S. trade in stock equity", *cit.*, 2), en la medida en que permitiría la reducción eficaz del riesgo sin comprometer en exceso la liquidez del contratante.

(26) La Sección 201 CFMA modifica la sección 3 SEC 1934 para añadir los conceptos de *security future*, *security futures product* y *narrow-based security index*.

De esta suerte, los *single-stock futures* podrán ser objeto de un contrato a plazo, y ellos mismos tendrán la consideración legal de instrumentos negociables a plazo, pero, en atención a las necesidades de la industria y a su nuevo régimen normativo, podrán ser objeto de transacción así en mercados de futuros, en cuyo caso serán supervisados por la CFTC, como en las bolsas que supervisa la SEC, lo que se traduce en un principio de *competencia entre mercados* por la absorción del comercio sobre este tipo de producto financiero, simultáneamente cotizable en cualquiera de los antedichos espacios de contratación.

D) El factor de la supervisión.

El conflicto jurisdiccional o competencial histórico que enfrenta a la CFTC con la SEC para acaparar la regulación administrativa de la negociación de productos financieros derivados, particularmente sobre activos subyacentes representativos del capital de las sociedades anónimas, se perpetúa en el tiempo después de la entrada en vigor de la CFMA.

La supervisión continuará siguiendo un modelo dualista (CFTC-SEC), pero las circunstancias del mercado han obligado a las autoridades de ambos organismos a aproximarse sus posiciones para superar los gravosos costos generados por la eventual realización de arbitrajes regulatorios, probativos de ineficiencias legales.

Una tercera autoridad regulatoria en discordia, el *Intermarket Margin Board* (IMB), ha venido a terciar en la discusión, estableciendo la necesidad de preservar la integridad de los mercados, asegurando niveles adecuados de márgenes o garantías en todos ellos. Para conseguirlo no hay más remedio que homologar estos niveles, lo cual ha supuesto una intervención sobre las potestades regulatorias de la CFTC, ejercidas desde 1975, y de la SEC, en vigor a partir de 1936 respecto a este área, substancialmente en orden a obtener una imprescindible homologación, prevista en la propia CFMA. Representantes de las tres instituciones han establecido un nuevo marco legal común en materia de *depósitos de garantía (margins)* principalmente en contratos de futuros, pero también en los de opciones, sobre la premisa doble de su *suficiencia y congruencia* con la contratación cubierta ⁽²⁷⁾. Así, las garantías exigibles de conformidad con

(27) En caso de incumplimiento de la contraparte la garantía depositada cubre la prestación, ejecutándose como una prenda automática. El nivel suficiente de garantías debe considerarse de modo congruente y ponderado tres factores: en primer lugar, la volatilidad del precio del futuro; en segundo lugar, la frecuencia con que se requieran las garantías; y en tercer lugar, el lapso temporal en que han de depositarse aquéllas.

la normativa aprobada por la CFTC no tendrán que coincidir con las vigentes según las reglas que apruebe la SEC.

Tampoco las autorregulaciones de los mercados donde se negocien estos futuros habrán de coincidir en todos sus términos. Pero sí que deberán los reglamentos diversos, de necesaria redacción y publicación interna en los diversos mercados concernidos, ordenar la contratación de modo homogéneo, según han determinado consensuadamente para el futuro, y establecido por escrito, las instancias delegadas de las autoridades del IMB y otras autoridades designadas por la Reserva Federal de los EE. UU. A la intención homologadora que preside estos compromisos y se explicita en ellos subyace otra de orden político-legal básico: proporcionar niveles similares de protección a los inversores.

Las áreas donde principalmente han venido el legislador americano concertando una actividad homologadora semejante son tres:

a) La regulación de la actuación profesional de los *market members* y *brokers*. El propósito de las normas reglamentarias correspondientes es imponer severos requisitos de información obligatoria y normas de conducta desincentivadores del abuso de mercado, esto es, de la manipulación de precios de los contratos de futuros, y del tráfico de información reservada, ahondando en la línea que ya avanzó la *Australian Futures Market Act* de 1979, entonces innovadora y pionera en la implantación de sistemas de control normativo entonces desconocidos en el mundo y que luego habrían de generalizarse. Dicha Ley, aplicada por primera vez a la autorregulación producida por los órganos de control y compensación de posiciones del *Sydney Futures Exchange* a partir de 1-2-1982, exceptuó la aplicación de las llamadas excepciones de juego y apuesta (*wager*) en aras de la eficiencia en la contratación a plazo, flexibilizando la actividad de los operadores, especialmente de los intermediarios, cuyos contratos se harían valer en juicio a pesar de su carácter especulativo, eso sí, siempre que respetasen las reglas de correcta formación del precio. No cabe duda que en la contratación estándar sobre futuros la tutela del inversores muy superiora la ofrecida en mercados *forward*, aun organizados, como las Bolsas, en la medida en que las garantías depositadas y la intervención de la cámara compensadora como contratante minimizan el riesgo crediticio de contraparte.

b) Las normas de supervisión y control interno por el propio mercado, referidas a la actividad contractual de todos los operadores, pero especialmente de los profesionales, para remediar *ex post facto* actividades manipulatorias como el *squeezing* o estrangulamiento artificial de la cotización por manipuladores, evitando distorsiones que resten utilidad comercial a la negociación de futuros sobre títulos. La atribución de potestades autonormativas al mercado de futuros para ordenar procesos supervisores y de vigilancia internos manifiesta

cómo éste se ha ido tornando en uno más de los centros con poder escuasigubernativos de producción legislativa y control prudencial ⁽²⁸⁾.

c) El sistema de armonización entre autoy heteroproducciones normativas. El diseño de la CFTC fue estimado idóneo por los expertos para favorecer la aparición de contratos nuevos a plazo, ubicándose en el marco de políticas neoliberales fomentado por las Administraciones Reagan y Thatcher durante la década de los 80, y allanando el camino hacia la internacionalización de sistemas baratos y descentralizados de control de posiciones contractuales, sólo intervenidos en aspectos puntuales tales como la heterolimitación de los límites de variación diaria del precio del contrato en interés del mercado, la del número máximo de posiciones asumibles por ciertos tipos de operadores, o la revisión de los supuestos de monopolio abusivo (*cornering o squeezing*) ⁽²⁹⁾. El sistema de la CFTC puede identificarse como de *autonormación limitada*, de intervención mínima.

E) Conclusión.

Seguramente deba extraerse como principal consecuencia del levantamiento de la prohibición, propiciado por el avance del principio de flexibilidad predescrito, la posibilidad de correcta consideración de validez, por vez primera en la historia de la legislación estadounidense, de la *calificación dual* del comercio a plazo sobre acciones en firme (sin opción o a futuro en sentido estricto). Ambas eventuales calificaciones (“futuro” y “valor”) resultan compatibles para el caso de productos como estos que, siendo instrumentos a plazo (futuros o contratos a futuro en sentido amplio, *forward*), a un tiempo se negocian directamente, en atención a la liquidación de sus subyacente individualizado, en el espacio financiero bursátil de los valores negociables (*securities*), y no en el de las *commodities*, tradicionales subyacentes de los futuros que hasta ahora se negociaban en los mercados norteamericanos; tampoco necesariamente en el de los futuros puros, o liquidables necesariamente adiferencias, desconectados del mercado de *securities* de referencia dada la imposible liquidación directa bursátil (caso de los *stock index futures*).

En suma: las transacciones a plazo en firme sobre acciones en EE.UU. podrán en lo sucesivo acontecer, en aras del fortalecimiento de la competencia entre mercados, así en mercados de futuros como en mercados de valores (de

(28) A este propósito v. ya STONE, “Principles”, cit., 118 y 119.

(29) Cfr. GEMILL, “Regulating”, 295-296; RUTLEDGE, “The Stablistment”, 290 y 298.

acciones y sus opciones). El modelo norteamericano de mercados de valores, según se observa, continúa distanciado del europeo en la medida en que no se clasifican los mercados *según el modus operandi* que sucede en la Unión Europea (para el caso español, cf. arts. 2, 31, 46 y 59 LMV). Los mercados europeos sólo diferencian entre espacios de transacción de productos originarios o subyacentes y derivados, en la medida en que en éstos la interposición de cámara compensadora como contratante dotada de seguridad contractual y económica a la transacción, fenómeno que no acontece en las Bolsas de Valores. En EE.UU. se perpetúa en cambio la dualidad de mercados por razones jurisdiccionales (futuros vs valores, supervisados respectivamente por las agencias CFTC y SEC). Precisamente la inconsistencia conceptual del objeto negociado en cada uno de estos grupos de mercados se pone de manifiesto a la hora de rehabilitar por Ley la negociación de futuros sobre acciones, paradójicamente posible en ambos mercados en la medida que no existe un criterio unitario y predominante que permita la adscripción sistemática de todo producto negociable a uno u otro tipo de mercado.

V. PERSPECTIVAS DE ESTABILIDAD DEL *IUS CONDENDUM* ANGLOAMERICANO: GLOBALIZACIÓN LEGAL Y PRESERVACIÓN DE LA EFICIENCIA

El Presidente y primer ejecutivo del CBOE, William BRODSKY, anunciaba al iniciarse el verano de 2000 que la contratación sobre futuros individuales de acciones “reunía lo mejor del comercio sobre futuros y valores”. En esa frase condensaba la transcendencia que para la integración de los mercados de valores estadounidenses comportaba el hecho de la dualidad jurisdiccional o de supervisión estadounidense (CFTC-SEC). Dualidad o bicefalia originada por la autonomía empresarial y expresada en la normación autorregulatoria de los mercados especializados en negociar futuros (CBOT, CME). Naturalmente, la existencia de dos jurisdicciones del tráfico de valores o sistemas de supervisión de mercados no resulta económica ni político-jurídicamente neutral. Crea un conflicto competencial serio entre las dos agencias, que viene sostenido y agravado por las cuestiones de competencia interempresarial suscitadas entre los mercados donde se desarrolla aquella autorregulación.

Removidos parcialmente los obstáculos señalados mediante el proceso de integración de los mercados de Chicago, se abre una vía de estabilización del Derecho estadounidense de la contratación a plazo, en aras de una competitividad superior de los mercados norteamericanos de futuros en el mundo, particularmente de cara a la competencia con los mayores mercados de futuros europeos (en el terreno del *single stock*, con el londinense LIFFE y nuestro MEFF),

y asimismo en beneficio de la propia eficiencia general de la negociación financiera.

A su vez, el fundamento de esta acrecida competitividad pivota sobre cuatro bases: la primera, las sinergías de mercado compartidas por CME y CBOE, en particular al acumular clientela y bases de inversión institucional; la segunda, la mejora de la liquidez, substancialmente incrementada al cristalizar la *joint-venture* que aglutina a CME, CBOE y CBOT; la tercera, la integración correcta de la contratación sobre opciones con la contratación sobre futuros (cual es propio del comercio bursátil clásico latino, por cierto) en el seno de estos tres mercados, fruto a su vez de la resolución de los conflictos interjurisdiccionales o de supervisión ⁽³⁰⁾, resultante en superiores niveles de eficiencia en las transacciones o estrategias en derivados; y cuarto, la facilitación del acceso a la nueva negociación sobre futuros a miembros y clientes del gran mercado CBOT.

Los futuros sobre acciones individuales, en suma, proveerán al mercado de valores estadounidense de derivados, así como a las Bolsas, de cuotas desconocidas de eficiencia en los movimientos de capital. Lo que beneficiará particularmente a inversores institucionales, habituales del tráfico a plazo, tales como gestores de *hedge funds*, gestores de planes de pensiones o de inversión a largo en valores de renta variable, e intermediarios profesionales que habitualmente gestionan derivados sobre capital social.

Ciertamente, los beneficios potenciales obtenibles operando en futuros son superiores a los que se pueden lograr operando al contado, especialmente si se contrata en descubierto con liquidación diferencial. De otra parte, es más fácil vender futuros que sus correspondientes acciones al contado, desde el punto de vista de los requisitos de *uptick*. A estas ventajas únese otra crucial en términos de alivio de costes transaccionales: la integración de la operatoria individual prevista en las cuentas que los inversores abran en el mercado integrado de futuros sobre acciones norteamericano, de suerte que quien opere en él podrá negociarlos conjuntamente (*alongside*), operando al contado sobre acciones y a plazo negociando futuros y opciones sobre éstas en las mismas cuentas de

(30) El sistema de resolución implementado por la CFMA fue comunicado por el *Working Group on Financial Markets* al *Honorable J. Dennis Hastert (The Speaker), U.S. House of Representatives (Washington DC 20515)* el 14-09-2000, mediante epístola a la que se adjuntaba un borrador de 13-9-2000 relativo a los futuros acuerdos SEC-CFTC, y un interesante apéndice, comprensivo de un compendio de las medidas instrumentadas para alcanzar dicho acuerdo.

valores ⁽³¹⁾, de modo que no será preciso abrir cuentas específicas en derivados (cual sucede hoy en mercados especializados como LIFFE, CBOT o MEFF). De otra parte, de conformidad con la CFMA será necesario obligar a los *commodity brokers* a inscribirse como negociadores de futuros (*securities registered*, según las reglas del test *Serie 7* impuesto por la SEC para todos los intermediarios de acciones), en la medida en que la CFMA le habilita al efecto siempre que esté autorizado como operador en el mercado de futuros.

Analizada convenientemente la extensión e intensidad de las ventajas regulatorias que ofrece la CFMA puede calibrarse fácilmente la medida del éxito augurable a este nuevo modo de comercio a plazo allende el Atlántico. Especialmente, considerando el alivio de costes que al inversor supondrá dejar de abonar las comisiones correspondientes a la construcción de cada futuro sintético por conjunción de resultados en la adquisición simultánea de calls y puts, estrategia sistemáticamente realizada por profesionales e instituciones desde la apertura de los mercados de opciones normalizadas en 1973, y que deja ahora de tener sentido al facilitarse la negociación directa a plazo sobre acciones singulares, negociación más inteligible, barata, rápida, directa y líquida.

Inteligible, porque es más simple contratar futuros que construirlos sintéticamente a través de opciones ⁽³²⁾. Barata, por los menores costes operativos para el inversor respecto a la combinación de opciones para construir estos derivados sintéticos. Rápida por la facilitación del acceso de los intermediarios e inversores a los mercados después del levantamiento de la prohibición. Directa

(31) Úsase la expresión “valores” en sentido propio o contrapuesto a “derivados” o “contratos a plazo” ex art. 2 LMV. La distinción legalmente se funda sobre la base de que los segundos son “contratos”, vale decir, contratos-valor negociados a través de cámara compensadora y negociables sólo mediante apertura y cierre de posiciones abiertas en dichos contratos (para una explicación sistemática de la *ratio essendi* y el funcionamiento de esta innovadora modalidad de transacción, y su configuración jurídica obligacional, v. IBÁÑEZ, “Integración de los contratos de futuros y opciones en el concepto legal europeo de instrumento o producto derivado”, en Boletín del Ilustre Colegio de Abogados de Madrid 10, 3.ª época, octubre 1998, espec. 89-107). Nótese que en EE.UU. se podrán negociar *stock futures* en cuentas de *securities* (de valores bursátiles), pero no se podrán negociar acciones ni *stock options* en cuentas de derivados (*futures accounts*; cf. CBOE, “Single Stock Futures”, p. 4). La razón es simple: mediante esas cuentas de futuros no es contractualmente posible la tradición o transmisión de la posición abierta en *stock* al *broker* o al cliente final del mercado, según es propio en las transacciones del mercado de derivados.

(32) Al iniciarse el año 2001 se abría una cuenta de opciones por cada seis de acciones y otros valores subyacentes en EE.UU. Y sólo una cuenta en futuros por cada diecisiete en opciones. De otra parte, sólo había un intermediario registrado para operar con futuros por cada doce autorizados para contratar al contado. Es de esperar que estas proporciones se alteren substancialmente merced a la liberalización que contemplamos.

porque se podrán tomar posiciones de compra o venta a plazo en una sola transacción. Y líquida porque se dejarán de percibir los márgenes de garantía exigibles por las vigentes *uptick rules* a la hora de constituir posiciones vendedoras en la contratación equivalente al contado con crédito. Los vendedores al contado con crédito ya no habrán de acudir al préstamo de valores, porque podrán operar con menor coste vendiendo directamente futuros sobre las acciones cuyo préstamo venían solicitando.

LA CAPITALIZACIÓN DE LOS INTERESES PARA EL DEVENGO DE INTERESES MORATORIOS EN LA CONSTITUCIÓN DE LA HIPOTECA

MANUEL CHAMORRO POSADA

*Abogado
Letrado de Caja España*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN: PRETENDIDO OBSTÁCULO EN LA DOCTRINA DE LA DGRN E INOCUIDAD DE LA LEGISLACIÓN HIPOTECARIA.
 - II. MERCANTILIDAD DEL PRÉSTAMO HIPOTECARIO BANCARIO.
 - III. RECONOCIMIENTO DEL ANATOCISMO TRAS EL VENCIMIENTO EN DERECHO MERCANTIL.
 - IV. GENERALIZACIÓN DEL RECONOCIMIENTO DEL ANATOCISMO TRAS EL VENCIMIENTO.
 - V. NECESARIA PERSPECTIVA POSTERIOR AL VENCIMIENTO DE LA OBLIGACIÓN GARANTIZADA EN LA RESPONSABILIDAD HIPOTECARIA POR INTERESES MORATORIOS.
 - VI. CONFIRMACIÓN EN LA NUEVA LEGISLACIÓN PROCESAL CIVIL.
 - VII. JURISPRUDENCIA DEL TRIBUNAL SUPREMO.
 - VIII. CONCLUSIONES.
-

RDBB núm. 87 / Julio-Septiembre 2002

I. INTRODUCCIÓN: PRETENDIDO OBSTÁCULO
EN LA DOCTRINA DE LA DGRN E INOCUIDAD
DE LA LEGISLACIÓN HIPOTECARIA

Las presentes líneas tratadas de poner de manifiesto solamente la normalidad del devengo de intereses sobre intereses en el contexto de la mora del deudor, especialmente con referencia a las obligaciones garantizadas con hipoteca, y ello a la vista de las posibles dudas advertidas en la práctica y en alguna manifestación *obiter dicta* de la Dirección General de los Registros y del Notariado. A talefecto, doctrina registral, jurisprudencial, vieja y nueva legislación y doctrina entrañable de nuestros mercantilistas de todo tiempo irán siendo sucesivamente invocados en orden a ilustrar las afirmaciones y sobre todo las conclusiones a las que aquéllas nos conducen.

Sin más preámbulo, hemos de comenzar diciendo que en el asunto del título y como no podía ser de otro modo, la Ley Hipotecaria se limita a establecer el límite máximo temporal de cobertura de la obligación garantizable con hipoteca en concepto de intereses derivados de la deuda principal. Así lo hace en su artículo 114 en relación con su artículo 115 y ambos interpretados por el Tribunal Supremo ⁽¹⁾ y aplicables a los intereses de demora —como no podía ser de otro modo—, según tiene declarado la Dirección General de los Registros y del Notariado ⁽²⁾. Corresponde claramente al Derecho sustantivo y a los pactos convenidos por las partes, dentro de sus límites, la determinación en cada caso de cuándo y por cuánto tales intereses se deben entender válidamente devengados.

La toma como referente a estos efectos y con carácter necesario para el Registro de la Propiedad del pacto entre las partes, claro es, dentro de los límites a la autonomía de la voluntad marcados en primer lugar por el Derecho imperativo (artículo 1.255 del Código Civil), se confirma desde el punto de vista de la legislación hipotecaria y a la vista de lo dispuesto en el artículo 12 de la Ley: “Las inscripciones de hipoteca expresarán el importe de la obligación garantizada y **el de los intereses, si se hubiesen estipulado.**”

En este sentido, un planteamiento razonable de la cuestión se contiene en la doctrina sentada por la Dirección General de los Registros y del Notariado ⁽³⁾ en el que un pacto obligacional de capitalización de intereses remuneratorios a los efectos de devengo de los moratorios no conoció objeción registral una vez

(1) Sentencia de 12 de marzo de 1985.

(2) Resolución de 23 de octubre de 1987.

(3) Resoluciones de 16 de febrero de 1990 —Ar. 730— y de 24 de agosto de 1998 —Ar. 6585—.

pactado un límite de responsabilidad hipotecaria portal concepto que cuantitativamente amparaba al tiempo que limitaba los devengos con oponibilidad a terceros. La propia Dirección General en otra de sus resoluciones ⁽⁴⁾ expresamente sienta la doctrina —fundamento jurídico tercero— de que **“dentro de este máximo la Ley —Hipotecaria, se entiende, y por ende la sustantiva— posibilita la libertad de pacto”**.

El aparente problema enunciado en el epígrafe y causante en gran medida de las presentes líneas resulta del pronunciamiento de la Dirección General de los Registros y del Notariado ⁽⁵⁾, a cuyo tenor “habiendo sido admitido por la entidad acreedora, expresamente, el carácter mercantil del préstamo (adviértase que la exigencia recogida en el artículo 311.2.º del Código de Comercio, por su propia esencia, escapa a la calificación del Registrador), los propios artículos 317 y 319 del Código de Comercio excluyen la capitalización anticipada de los intereses de manera inequívoca e imperativa, e, incluso, impiden, frente al criterio del Código Civil (cfr. artículo 1.109 del Código Civil), el llamado anatocismo judicial”.

A estas alturas de la civilización jurídica y del progreso económico en Europa occidental, resulta sorprendente este pronunciamiento en cuanto al fondo, lo que trataremos de poner de manifiesto en las líneas que siguen. Pero desde el punto de vista de la forma y la extralimitación que su contenido entraña respecto de lo que deben ser competencias de la calificación registral, ya se han encargado de ponerlo de manifiesto recientes estudios sobre la materia, al tiempo que se fijan los justos límites retóricos del pronunciamiento referenciado. Así se ha podido afirmar recientemente ⁽⁶⁾ que “Tampoco niegan en sí la posibilidad de cobertura hipotecaria de los intereses de intereses las recientes RDGRN de 28 y 29 de enero de 1998 y 30 de enero y 2 de febrero de 1998, simplemente porque solucionan la cuestión planteada negando validez obligacional al pacto de anatocismo (...) La Dirección General no niega la cobertura de los intereses por cuestiones hipotecarias...”.

II. MERCANTILIDAD DEL PRÉSTAMO HIPOTECARIO BANCARIO

Una primera crítica la merece el pronunciamiento transcrito común a las cuatro Resoluciones de la Dirección General de los Registros de 1998 citadas.

⁽⁴⁾ Resolución de 21 de enero de 1998 —Ar. 274—.

⁽⁵⁾ Recogido en el fundamento jurídico Segundo de las Resoluciones 02/02/1998 —Ar. 5221—, 30/01/1998 —Ar. 5220—, 29/01/1998 —Ar. 280— y 28/01/1998 —Ar. 279—.

⁽⁶⁾ ÁLVAREZ OLALLA, P., *La garantía de los intereses en el préstamo hipotecario*, ed. Comares, Granada, 1999 (pág. 223).

Y ello por cuanto a la hora de pronunciarse sobre la naturaleza mercantil del préstamo hipotecario bancario, parece arrojar sombra de duda —de fondo y de forma— acerca de una cuestión sobre la que existe claro y clásico pronunciamiento jurisprudencial ⁽⁷⁾—vinculante según los artículos 1.6 del Código Civil y 103 de la Constitución también para los Registradores— a cuyo tenor “si bien el artículo 311 del Código de Comercio señala, con un criterio finalista, como una de las circunstancias para que el concepto de préstamo pueda merecer la calificación de mercantil, la de que las cosas prestadas se destinen a operaciones de comercio, ello no obsta a la posibilidad de que siempre que los contratos de esta clase revistan el carácter de operaciones bancarias puedan ser conceptuados como mercantiles, al amparo del artículo 2.º, en relación con el 175 y algunos otros como el 199 y el 212 del propio Código, aun cuando el préstamo se haga a favor de personas ajenas al comercio, que no se propongan emplear el objeto recibido en operaciones mercantiles...”.

III. RECONOCIMIENTO DEL ANATOCISMO TRAS EL VENCIMIENTO EN DERECHO MERCANTIL

Resulta asimismo sorprendente el planteamiento del pronunciamiento transcrito común a las cuatro Resoluciones de la Dirección General de los Registros de 1998 citadas, que parece dar a entender que el Código Civil sí permite al acreedor una capitalización de intereses y que tal capitalización aparecería —sorprendentemente— vedada al acreedor regido por el Código de Comercio. Si lo permite el Código Civil, con mayor motivo lo debe permitir, como así sucede en efecto, el Código Mercantil cuando menos en los mismos términos. La interpretación de las Resoluciones citadas ni se ajusta a la letra y espíritu de la legislación mercantil vigente, ni a la historia de nuestra legislación mercantil.

El Código de Comercio de 1829 ya disponía en su artículo 401 que “**Nose debe** rédito de réditos devengados en los préstamos mercantiles, ni en otra especie de deuda comercial, **mientras que** (...) bien de común acuerdo, o bien por una declaración judicial, se fija el saldo de cuentas, incluyendo en él los réditos devengados hasta entonces; lo cual no podrá tener lugar sino cuando las obligaciones de que procedan estén vencidas, y sean exigibles de contado”.

Ergo, sí se deben intereses de intereses si media pacto y son incluidos a los efectos de la fijación de la cuantía exigible. Así lo reconoce en los mismos términos que el Código uno de los autores más significados de la época a cuya

(7) Sentencia de 9 de mayo de 1944 (Aranzadi 665) [Cdo. 1].

obra tenemos acceso ⁽⁸⁾. Más explícito era todavía el Proyecto de la Comisión especial creada por Real Orden de 11 de enero de 1828, que contenía como rúbrica específica del Título IV del Libro III (“De los contratos de comercio”) la referida a “De los intereses de dinero” (artículos 193 a 199) ⁽⁹⁾.

El tenor literal del Código de Comercio de 1885 hoy vigente, en cuanto a los intereses de demora y el pacto de anatocismo, no deja lugar a dudas en cuanto a su reconocimiento en continuación de lo ya dispuesto por su antecesor. Cabe pacto de capitalización de intereses con anterioridad al vencimiento—generalmente hasta la declaración de anticipo por mediación por hipótesis incumplimiento—según el artículo 317, y se entienden capitalizados según el artículo 319 y legislación procesal concordante—sin posibilidad de capitalización ulterior—los devengados—como remuneratorios y moratorios—en el momento de la interposición de la demanda y a los efectos de su reclamación judicial. En este sentido se pronunció desde un primer momento autorizadísima doctrina mercantilista ⁽¹⁰⁾. Una interpretación cabal y clara del artículo 317 del Código de Comercio nos la da otro ilustre tratadista ⁽¹¹⁾ que recordamos y según el cual “Los intereses vencidos y no pagados no devengarán intereses, dice el artículo 317 del Código de Comercio (precepto que es una derivación lógica del principio sentado en el artículo 314 al determinar que los préstamos no devengarán interés si no se hubiere pactado por escrito), y por eso mismo el artículo 317 dice, en su segundo párrafo, que ‘los contratantes podrán capitalizar los intereses líquidos y no satisfechos, que, como aumento de capital, devengarán nuevos réditos’, pues, entonces, respecto de esta capitalización, existe ya el pacto necesario, a tenor del artículo 314”.

IV. GENERALIZACIÓN DEL RECONOCIMIENTO DEL ANATOCISMO TRAS EL VENCIMIENTO

A los efectos de mantener una perspectiva histórica en este momento, cumple poner de manifiesto que lo que con carácter especial se dejó dispuesto

⁽⁸⁾ MARTÍ DE EIXALA, R. en sus *Instituciones del Derecho Mercantil de España*, 5.^a ed. actualizada por DURAN Y BAS, M., Madrid, 1870 (pág. 326).

⁽⁹⁾ Vid. RUBIO, J. en *Sáinz de Andino y la Codificación Mercantil*, ed. CSIC, Madrid, 1950 (págs. 258-259).

⁽¹⁰⁾ BLANCO CONSTANS, F. en sus *Estudios elementales de Derecho Mercantil*, ed. Reus, 3.^a ed., Madrid, 1911, Tomo II (pág. 563 y notas) con cita de la Sentencia de 18 de junio de 1892.

⁽¹¹⁾ BENITO, L. en su *Manual de Derecho Mercantil*, ed. Victoriano Suárez, 3.^a ed., Madrid, 1924, Tomo II (pág. 448 —§ 1.539—).

respecto del anatocismo por causa de demora —previo incumplimiento por tanto, además, anticipo del vencimiento— para los préstamos mercantiles por el temprano Código de 1829 —confirmado después por el artículo 319 del Código de 1885—, habíasido previamente objeto de generalización mediante una Ley de 14 de marzo de 1856.

Nótese pues el dislate que entraña el pronunciamiento de las Resoluciones de la DGRN de 1998 aquí rebatido, de que lo reconocido por el legislador civil debe entenderse no reconocido por el —por otra parte pionero y más espléndido, pues admite el anatocismo moratorio anterior al vencimiento siquiera sea anticipado en el artículo 317— legislador mercantil. En su artículo 7 dispuso la Ley citada de 1856 que “Durante el término del contrato, los intereses vencidos y no pagados no pueden devengar intereses. Transcurrido el plazo, los líquidos y no satisfechos podrán capitalizarse y estipular de nuevo réditos sobre el aumento de capital, con sujeción a lo dispuesto en el artículo 2 (pacto escrito)”.

El criterio restrictivo nótese cómo lo es —según la lógica impone— del legislador civil respecto del mercantil. Como escueta pero precisamente dejó escrito Benito GUTIÉRREZ ⁽¹²⁾ el agrandamiento del capital acumulando intereses sobre intereses sólo puede hacerlo el acreedor civil en ejercicio de su derecho “no corriendo el término, sino transcurrido el plazo” ⁽¹³⁾.

V. NECESARIA PERSPECTIVA POSTERIOR AL VENCIMIENTO DE LA OBLIGACIÓN GARANTIZADA EN LA RESPONSABILIDAD HIPOTECARIA POR INTERESES MORATORIOS

El enfoque hipotecario, a la vista de lo anterior, debe partir del planteamiento posterior al vencimiento —anticipado o previsto— mediando a efecto un incumplimiento —antecedente o consecuente—. Esta afirmación obvia y la reforzamos con el pronunciamiento del padre de la Ley Hipotecaria GÓMEZ DE LA SERNA ⁽¹⁴⁾, que dejó claramente escrito que “...la índole verdadera del crédito hipotecario (...) es la seguridad de un reintegro expedito al vencimiento de la obligación”.

⁽¹²⁾ GUTIÉRREZ, B. en *Códigos o estudios fundamentales sobre Derecho Civil Español*, Lib. Sánchez, 1.ª ed. Madrid, 1869 (facsimil Lex Nova, Valladolid, 1988), Tomo V (pág. 189).

⁽¹³⁾ Se hace igualmente eco de esta norma el autor de la Ley Hipotecaria GÓMEZ DE LA SERNA, P. en unión de MONTALBÁN, J.M. en sus *Elementos del Derecho Civil y Penal de España*, Lib. Sánchez, 10.ª ed., Madrid, 1872, Tomo II (pág. 366).

⁽¹⁴⁾ Op. loc. últ. cit., pág. 470.

Así no en vano ha podido posteriormente afirmar la doctrina procesalista autorizada de Manuel FENECH ⁽¹⁵⁾ que “la hipoteca no es otra cosa que un embargo convencional y anticipado de un bien inmueble”. En este sentido vemos cómo se ha pronunciado, además recientemente, la propia Dirección General de los Registros y del Notariado ⁽¹⁶⁾, según la cual y respecto de la denominada por el legislador ampliación de hipoteca “...sus efectos vendrían a ser los mismos que la mejora de embargo a que se refiere el artículo 578.3 de la Ley de Enjuiciamiento Civil”.

En virtud de lo anteriormente expuesto resulta pues común el régimen jurídico civil y mercantil del anatocismo en lo que a la hipoteca se refiere, y ello por cuanto tal referencia lo es necesariamente al anatocismo llamado judicial (“no corriendo el término sino transcurrido el plazo” según escribió GUTIÉRREZ) y que conoce análogo régimen jurídico, aunque con distintas formulaciones literales, en los artículos 1.109 del Código Civil —formulación positiva— y 319 del Código de Comercio —formulación *a contrario*—.

Los devengos anteriores a la deducción procesal de la reclamación, como se ha encargado de recordar la Dirección General de los Registros y del Notariado recientemente, permanecen fuera del ámbito de la competencia del Registrador a la hora de calificar e inscribir la hipoteca y el Auto de adjudicación dictado en ejecución de la misma. Así, la Dirección General de los Registros y del Notariado ⁽¹⁷⁾, le aclaró al Registrador del caso planteado que lo que pretendía en tal sentido se inmiscuye —por virtud del principio dispositivo rector del proceso civil por el cual el contenido del Auto de adjudicación no puede sino ser trasunto de lo solicitado por el ejecutante— en planos ajenos a su competencia, y al efecto dejó sentado que “...de lo anterior no se deduce que (...) el actor deba de hacer constar en la demanda lo que reclama respecto de cada finca y por cada concepto, pues **le basta precisar el importe total adeudado por cada uno de ellos** (...) siendo el Juez quien deberá observar las anteriores exigencias [consignación de sobrante sobre lo garantizado] en aplicación del remate. Lo cual por otra parte es coherente con el principio de integridad del pago (artículo 1.169 del Código Civil)”.

El salto del plano de la responsabilidad —“Haftung” propia de la dinámica registral— al de la deuda —“Schuld” reservado al conocimiento judicial sin perjuicio de su reflejo registral para conocimiento por terceros ex artículo 114

(15) FENECH, M., “Recepción de la hipoteca en el Derecho procesal” en FENECH, M. y CARRERAS, J., *Estudios de Derecho Procesal*, ed. Bosch, Barcelona, 1962 (pág. 478).

(16) Resolución de fecha 4 de marzo de 2002.

(17) Resolución de 24 de octubre de 2000.

de la Ley Hipotecaria— se producía en caso resuelto por la citada Resolución y resulta rechazado por ser limitativo de la reclamación judicial de la deuda de intereses en los términos legalmente reconocidos. Esta Resolución ha sido recientemente comentada ⁽¹⁸⁾ afirmando cabalmente que en general lo exigido en el caso por el Registrador va más allá de lo dispuesto en el artículo 575 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, y que además, en el caso concreto, con carácter previo a la calificación definitiva del Registro, el Auto de adjudicación fue objeto de una adición en la que se hizo el oportuno desglose de aplicación de lo imputado a cada una de las fincas, pese a lo cual mantuvo su calificación negativa que en este punto fue objeto de revocación por su Dirección General.

VI. CONFIRMACIÓN EN LA NUEVA LEGISLACIÓN PROCESAL CIVIL

Las regulaciones contenidas en los vigentes artículos 1.109 del Código Civil y 319 del Código de Comercio veremos cómo además coinciden entre sí y se separan de sus precedentes en el carácter automático de la capitalización de los intereses preprocesales a los efectos del cálculo sobre la base completa—principal, intereses remuneratorios e intereses moratorios preprocesales—de los intereses de demora en el contexto del proceso que para reclamación de la deuda total se inicie.

En este punto, y en lo que a la ejecución hipotecaria se refiere, es de especial trascendencia la regulación contenida en la Ley 1/2000 de Enjuiciamiento Civil, que tras derogar el procedimiento especial de ejecución judicial hipotecaria (Disposición Final Novena), unifica los principios de la ejecución hipotecaria con relación a la ejecución dineraria general (vid. artículo 579 de la Ley 1/2000). Las especialidades de la ejecución hipotecaria no excluyen la configuración general de la demanda ejecutiva (vid. artículo 684 de la Ley 1/2000) entre las que se encuentra, además de la configuración como saldo de toda reclamación ejecutiva de intereses variables (artículo 574 de la Ley 1/2000), la preceptiva inclusión en la cantidad reclamada de los intereses ordinarios y moratorios vencidos a la fecha de la interposición (artículo 575.1 de la Ley 1/2000). Tal inclusión no tendrá por objeto sino el de integrar la base de cálculo de la mora procesal en los términos análogos a los procesalmente previstos para las Sentencias en el artículo 576 de la Ley 1/2000 y que para los títulos extrajudiciales conoce—como hemos reiterado—regulación sustantiva

(18) Vid. NADAL GÓMEZ, I. en la revista *Tribunales de Justicia* editada por La Ley, n.º de marzo 2002, páginas 72 y siguientes.

en los artículos 1.109 del Código Civil y 319 del Código de Comercio; y que como limitación imperativa únicamente impiden (la imposibilidad de innovación procesal *ute lite pendente* así también lo impone) el incremento sobrevenido de tal base de cálculo una vez fijada en el suplico de la demanda —o en su caso en el cierre intervenido por Notario— por todo concepto en los términos vistos del 575.1 de la Ley de Enjuiciamiento Civil.

VII. JURISPRUDENCIA DEL TRIBUNAL SUPREMO

El Tribunal Supremo ha efectuado en este sentido claros pronunciamientos de los que por su proximidad temporal reproducimos el contenido en una Sentencia de 1994 ⁽¹⁹⁾ a cuyo tenor “Pese a la ampulosidad del transcrito encabezamiento, en el que se mezclan preceptos de muy heterogénea naturaleza y de innecesaria cita, el problema que en realidad plantea el presente motivo se reduce escuetamente a determinarse en nuestro ordenamiento jurídico permite que las partes, al celebrar un contrato de préstamo mercantil con intereses, puedan estipular expresamente que los intereses vencidos y no satisfechos se acumulen al capital para seguir produciendo los intereses pactados, lo que doctrinalmente se conoce como pacto de anatocismo. La respuesta que ha de corresponder al enunciado problema es de sentido afirmativo”.

Dando a efecto una serie de seis razones que completa en la quinta de ellas con cita jurisprudencial: “5.ª Esta Sala tiene expresamente reconocida la validez del anatocismo convencional (Sentencias de 6 de febrero de 1906, 21 de octubre de 1911, y 25 de mayo de 1945 —Ar. 588—) cuya doctrina jurisprudencial, aunque referida al artículo 1.109 del Código Civil, es también aplicable al artículo 317 del Código de Comercio, por cuanto este precepto no sólo no contradice a aquél, sino que lo confirma en lo que al anatocismo convencional se refiere, como anteriormente hemos dicho”.

Hace ya varios años el compañero del Ilustre Colegio de Barcelona VALLES Y PUJALS ⁽²⁰⁾ recogía entonces doctrina jurisprudencial similar, al tiempo que nos recuerda que el Banco Hipotecario de España, de quien en el mercado hipotecario las demás entidades hoy operantes traen causa, pactaba en la totalidad de sus préstamos —cómo no, todos ellos objeto de inscripción registral— en cumplimiento del artículo 89 de su Reglamento de 3 de noviembre de

(19) Fundamento Jurídico Décimo de su Sentencia (Sala 1.ª) de 8 de noviembre de 1994 —Ar. 8477—

(20) VALLES Y PUJALS, J., *Del préstamo a interés, de la usura y de la hipoteca*, ed. Bosch, Barcelona, 1933 (pág. 73-79).

1928 con texto ya existente en el Reglamento originario que, “Todo semestre no pagado a su vencimiento produce interés de demora (...) sin necesidad de requerimiento alguno”.

VIII. CONCLUSIONES

El anatocismo pre-procesal en cuanto al devengo de intereses moratorios está permitido mediante pacto expreso en el ámbito de las obligaciones mercantiles (artículo 317 del Código de Comercio) y está fuera de la fiscalizabilidad por la calificación registral de la escritura de hipoteca: el Registro debe limitarse a transcribirlo en los términos pactados con arreglo a la Ley.

El anatocismo posterior a la reclamación no solamente está contemplado por la Ley (artículos 1.109 del Código Civil y 319 del Código de Comercio), sino que viene impuesto por las circunstancias de incumplimiento por varios conceptos y reclamación procesal única en vía ejecutiva según dispone el artículo 575 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, razón por la cual no puede legítimamente plantearse por tal razón denegación a su inscripción registral con ocasión de la presentación de la escritura de hipoteca.

En definitiva, la seguridad jurídica (artículo 9.3 de la Constitución), la interdicción de la arbitrariedad de los poderes públicos (artículo 9.3 de la Constitución), el servicio con objetividad a los intereses generales —y no para satisfacer pruritos corporativos— y la sujeción a la Ley y al Derecho de las Administraciones Públicas (artículo 103 de la Constitución), impiden una tergiversación de la necesaria legalidad de la calificación registral (artículo 18 LH) so capa de sedicentes principios hipotecarios “revelados” que en todo caso no en ocasiones vergonzante pero en todo caso igualmente dañino se esgrimen en contra del claro tenor de la Ley vigente ⁽²¹⁾.

(21) Vid. v.gr. nota 63 en página 93 de ROCA SASTRE, R.M. y ROCA-SASTRE MUNCUNILL, L., *Derecho Hipotecario*, ed. Bosch, 8.^a ed., Barcelona, 1998.

JURISPRUDENCIA

EL TRIBUNAL SUPREMO ANULA BUENA PARTE DEL REGLAMENTO DEL REGISTRO DE CONDICIONES GENERALES

*[Nota a las SSTs de 12 de febrero de 2002, 12 de febrero de 2002
y 19 de febrero de 2002]*

JESÚS ALFARO ÁGUILA-REAL

*Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad Autónoma de Madrid*

I. INTRODUCCIÓN

Las sentencias objeto de esta nota son la puntilla a una etapa de la Dirección General de Registros y del Notariado, afortunadamente superada, en la que unos funcionarios se adueñaron del “*boli de escribir en el BOE*” y lo utilizaron furiosamente para destrozar todas las ramas del Derecho Privado a las que tuvieron acceso. El destrozo ha tenido que ser reparado en varias sentencias del Tribunal Supremo que han anulado buena parte de la “obra original” de la Dirección ⁽¹⁾. Las tres que comentamos contienen un fallo sencillamente espectacular. Declaran “*no conformes a Derecho*” y nullos los artículos 2.1.b); 2.1.c);

(1) V., entre otras, RRDGRN 31-III-1997; 1-IV-1997; 30-IV-1997; 11-XII-1997, modificadas por la RGDRN 14-II-2001 como consecuencia de la STS 24-II-2000 que derogó la reforma del Reglamento del Registro Mercantil operada a través de una reforma del Reglamento del Registro hipotecario que permitía la inscripción de las sociedades civiles. O el Reglamento de contratación electrónica (RD 1906/1999, de 17 de diciembre) que ha sido calificado, con razón, como el reglamento *que impide el comercio electrónico* y cuyo artículo 2 obliga al empresario a facilitar las cláusulas del contrato con ¡tres días de antelación! a la celebración del contrato y el artículo 4 otorga un derecho de resolución *ad nutum* unilateral, es decir, *modifica el artículo 1258 CC*.

2.2.c); 5; 9.3; 9.5; 15.2 párrafo primero; 17.1; 17.2; 18; 19.2; 20.1; 20.3; 21; 22.2; 22.3; 22.4; 23; 24 del Reglamento del Registro de Condiciones Generales de la Contratación aprobado por RD 1828/1999, de 3 de diciembre ⁽²⁾. Teniendo en cuenta que el Reglamento tenía 24 artículos, resulta que, *grosso modo*, el Tribunal Supremo ha considerado ilegal la mitad del mismo.

En esta nota no nos ocuparemos de los problemas de *técnica registral* que han sido analizados en detalle por otros autores ⁽³⁾. Tras una exposición general sobre el Registro de condiciones generales y el contenido de las sentencias, se abordarán las cuestiones que, a nuestro juicio, tenían más trascendencia sustantiva: la pretendida “eficacia *erga omnes*” de la sentencia de estimación de una acción de cesación, que los autores del reglamento pretendían atribuir a la inscripción de la sentencia; el dictamen de conciliación y los efectos del depósito de las condiciones generales respecto al cumplimiento de los requisitos de incorporación (art. 5 LCGC).

II. EL REGISTRO DE CONDICIONES GENERALES EN LA LEY Y LA CONCEPCIÓN DEL MISMO DEL AUTOR DEL TEXTO REGLAMENTARIO

Lo más espantoso de la Ley de Condiciones Generales es, sin duda, la creación del *Registro administrativo de Condiciones generales de los contratos*. Nunca tuvo sentido alguno. La idea de un registro de condiciones generales fue manejada tanto en el primer borrador como en los posteriores. Y, en los borradores previos al que definitivamente se convirtió en Ley, se rechazó porque si se pretendía dotar de efectos jurídicos sustantivos, suponía crear una burocracia de elefante que entorpecería notablemente la celeridad del tráfico contractual y que impondría costes notables bien a los particulares que hubieran de financiarlos, bien a la Administración Pública en caso contrario. Hubiera sido lo más deseable que el artículo 11 de la ley no hubiese visto la luz. No se necesita para nada un registro de las sentencias en las que se estime la pretensión de nulidad de una condición general y no se necesita un registro de formularios contractuales de carácter voluntario. La voluntad del grupo parlamentario del Gobierno de no vaciar absolutamente el Proyecto de Ley originado en el Ministerio de Justicia llevó al Parlamento, no a eliminar el Registro, pero sí y

⁽²⁾ En adelante, los artículos citados sin referencia a la norma a la que corresponden lo son del Reglamento.

⁽³⁾ V., exhaustivamente, R. CABANAS TREJO/R. BONARDELL LENZANO, *El registro de condiciones generales de contratación. Una aproximación crítica a su reglamento*, Madrid, 2001.

notablemente, a reducir la grandiosidad de la construcción proyectada por las autoridades ministeriales.

A nuestro juicio, una lectura sin prejuicios del artículo 11 de la ley conduce a afirmar que el Registro creado presenta los siguientes rasgos:

a) Se trata de un Registro administrativo, aunque la exposición de motivos habla de “registro jurídico”, en la medida en que la competencia sobre el mismo se atribuye al Ministerio de Justicia y a funcionarios del cuerpo de registradores. Como señalara el Consejo de Estado, no hay una definición legal de lo que sea un “registro jurídico” pero, como las sentencias que comentamos se ocupan de repetir hasta la saciedad, el recurso por el Reglamento a las reglas y técnicas del Derecho registral inmobiliario no puede acompañarse peor con el sentido de un Registro como el de la ley de condiciones generales de la contratación ⁽⁴⁾.

b) *El depósito de las condiciones generales tiene como único efecto el de servir de fecha a quo para el cómputo de la prescripción de las acciones de cesación: no podrán impugnarse por vía de las acciones de cesación y retractación las condiciones generales que hubieran sido depositadas dos años antes de la presentación de la demanda. En la redacción que esta norma tenía en el Anteproyecto, las condiciones generales depositadas quedaban, pues, “inmunitizadas” frente a las acciones de las asociaciones de consumidores y empresarios,*

(4) La sentencia objeto de esta nota afirma, en su fundamento jurídico 6.º: “No estamos ante un Registro de contratos sino ante un Registro de cláusulas contractuales y sentencias, diferente de los Registros inmobiliarios por más que su gestión se encomiende a los registradores de la propiedad y mercantiles. El Registro (...) es un registro de cláusulas contractuales y sentencias que responde a una lógica radicalmente diversa a la de los Registros de carácter inmobiliario” y en el 14.º añade —sumándose al Dictamen del Consejo de Estado— que “no es adecuado definir el Registro de Condiciones Generales de la Contratación como un ‘registro jurídico’ por cuanto ninguna norma de nuestro ordenamiento define lo que es un registro jurídico, ni tal calificación puede ni debe suponer ir más allá de lo dispuesto en la Ley sobre los efectos jurídicos de la inscripción que la Ley 7/1998 limita a la prescripción de las acciones colectivas de cesación y retractación” (...) “la utilización (por el Reglamento) del modelo del Registro de la Propiedad y Mercantil (para establecer las formas de dar publicidad al contenido del registro a través de notas simples y certificaciones) dificulta o impide el objetivo perseguido por la directiva comunitaria”, y ya en el 16.º: “El registro (...) no es más que un registro de formularios o modelos de cláusulas”. Y en la otra sentencia de 12 de febrero se dice: “por influencia del sistema registral inmobiliario, que tanto y tan negativamente ha pesado en la redacción del Reglamento combatido...”. Y más adelante, “el peso del sistema registral inmobiliario hace incurrir en ilegalidad a la norma reglamentaria que examinamos”. Por fin, en la sentencia de 19 de febrero se señala que “debemos decir una vez más (...) que la naturaleza del llamado Registro de condiciones generales de la contratación tiene poco que ver con el Registro de la Propiedad”. Sobre la inaplicación al Registro de Condiciones generales de los principios registrales v., ampliamente, CABANAS/BONARDELL, *Registro*, pp. 34 ss.

aunque no alas declaraciones de nulidad en un proceso individual. Afortunadamente, alguien se dio cuenta de que *no es posible someter a prescripción la acción de cesación y la de retractación si las condiciones generales se siguen utilizando por un empresario* y que, portanto, lo mejor sería no establecer regla alguna. Porque, ¿cómo va impedirse que se ejercite una acción de cesación contra alguien que sigue utilizando unas condiciones generales abusivas por el hecho de que hubieran transcurrido dos años desde la inscripción en el registro? En el trámite parlamentario, la norma fue cambiada añadiéndose el actual párrafo II del artículo 19 LCGC donde se aclara que la prescripción no juega si un consumidor consigue, en un pleito con el empresario predisponente, que el juez declare nula una cláusula determinada. En tal caso, la acción de cesación “revive” durante un plazo de un año. Consecuentemente, el presunto efecto jurídico —el único— del depósito de las condiciones en el registro queda en agua de borrajas. A la asociación que pretenda pedir la nulidad de unas condiciones le bastará con presentar una demanda individual de nulidad para, una vez obtenida la sentencia declarativa de dicha nulidad, interponer una acción de cesación.

c) En el diseño del artículo 11 LCGC restan absurdos jurídicos tales como la acreditación e inscripción de la persistencia en la utilización de condiciones generales declaradas judicialmente nulas (art. 11.4 LCGC *in fine*)⁽⁵⁾. Al respecto, ya habíamos señalado que la constatación de la “persistencia” es una tarea que corresponde a los notarios, no a los registradores y supone, en todo caso, atribuir competencias a funcionarios públicos sobre la apreciación de si un particular ha desobedecido una orden judicial. Si, por otra parte, se pretende crear una prueba para poder sancionar administrativamente al empresario desobediente, no vemos la necesidad de que la función la desempeñe un registrador (art. 24 LCGC). Y si alguien es capaz de acreditar ante el registrador “la persistencia”, suponemos que, igualmente, podrá acreditarlo ante la Administración, con lo que no vemos qué añade la “acreditación” registral del hecho.

En todo caso, la concepción legal del Registro que acabamos de describir fue alterada sustancial y dolosamente en la redacción del Reglamento. Sus autores pretendieron reintroducir vía reglamento todos aquellos extremos que fueron modificados y suprimidos durante la tramitación parlamentaria del proyecto de ley. Como no podía ser de otra forma, las Sentencias objeto de estas páginas vuelven a poner las cosas en su sitio y eliminan del mundo jurídico todas las normas que ya había eliminado el legislador y que una Administración desobediente había intentado volver a poner en vigor.

(5) Cuya redacción es sintácticamente incorrecta ya que el verbo (“*podrán*”) está en plural y el sujeto (“*la persistencia*”) está en singular.

La Memoria que acompañó al Reglamento está llena de afirmaciones falsas. Afirma que se trata de un *registro jurídico*; que hay antecedentes de un registro semejante en el Derecho comparado; que hace posible el ejercicio de las acciones colectivas; que es la “única vía para que puedan ejercitarse las acciones colectivas” ⁽⁶⁾; que las sentencias tienen efectos prejudiciales y *erga omnes*. Al margen, naturalmente, de incluirla correspondiente porción de barbaridades jurídicas como la de afirmar que (p. 7 de la Memoria) “*la sentencia declarando nula una condición general determinará la nulidad del clausulado general*”. Es decir, justo lo contrario de lo que establece el art 10.2 de la ley que ordena que se mantenga, en general, la validez del resto del contrato cuando se declara la nulidad de una cláusula.

III. EL CONTENIDO DE LAS SENTENCIAS

Los recursos contra el Reglamento han dado lugar a tres sentencias del Tribunal Supremo. Las dos primeras de 12 de febrero de 2002 y una posterior de 19 de febrero en la que, a la declaración de nulidad de numerosos preceptos del Reglamento realizada por las primeras, se añade la del artículo 17.2. Las dos primeras podrían haberse acumulado ya que los motivos de impugnación eran prácticamente idénticos y si no se hizo fue “*en evitación de una acumulación de autos que hubiese retrasado la resolución definitiva del pleito*”. La comparación tiene, no obstante, interés porque el magistrado ponente de la segunda realiza un voto particular. Las dos sentencias de 12 de febrero son de una enorme extensión por lo que, en aras de la claridad, realizaremos aquí un resumen, lo más breve posible, de las declaraciones y fundamentos del Tribunal. Salvo que se diga lo contrario, las referencias lo son a la sentencia que resolvió el recurso contencioso-administrativo 160/2000 ⁽⁷⁾.

a) Impugnación del Reglamento por razones procedimentales.

— Inexistencia de trámite de audiencia, exigido por el art. 24.1.c) de la Ley 50/1997, de 27 de noviembre, del Gobierno. Se rechaza porque la ley citada “*distingue claramente (...) entre audiencia a los ciudadanos afectados de información pública. La primera, preceptiva siempre, puede llevarse a cabo bien de forma directa, bien a través de las organizaciones y asociaciones representativas reconocidas en la Ley, en tanto que la segunda, encaminada a oír a*

⁽⁶⁾ Esta afirmación, contenida en la página 6 de la Memoria, resulta incomprensible. En efecto, si el registro es la única vía para el ejercicio de las acciones colectivas, ¿qué sucede en todos los países que carecen de un registro semejante? ¿que incumplen la Directiva porque no prevén acciones de cesación?

⁽⁷⁾ La segunda resolvió el recurso 158/2000.

la generalidad de los ciudadanos, resulten o no afectados sus derechos o intereses legítimos, sólo procede en los casos en que la naturaleza de la disposición lo aconseje". Lo que se omitió en la tramitación del reglamento fue la información pública, no la audiencia, de modo que, dado que aquélla no es imprescindible, no procede declarar la nulidad del Reglamento ⁽⁸⁾.

— Falta de motivación del procedimiento elegido para llevar a cabo la audiencia a los ciudadanos afectados. La falta de motivación del procedimiento elegido no constituye "*omisión total del procedimiento*" legalmente establecido u omisión de un trámite indispensable o generación de indefensión, por lo que no se dan los supuestos para declarar la nulidad que exige el artículo 62 LRJPAC. Se emitió informe por numerosas instituciones y asociaciones y ninguno de los informes *no* emitidos resultaba imprescindible ⁽⁹⁾.

— Falta de emisión de informe por la Secretaría General Técnica del Ministerio de Justicia sobre el *texto definitivo* (emitió informe sobre un texto que luego fue modificado), informe que exige el art. 24.2 de la Ley 50/1997 del Gobierno. Al respecto, el Tribunal Supremo considera que "*tal proceder constituye un vicio del procedimiento, pero de él no cabe extraer una conclusión de nulidad de pleno derecho*" porque no se dan los presupuestos del art. 62 LRJPAC.

— Falta de emisión del informe del Consejo de Estado sobre el texto definitivo del anteproyecto ya que fue modificado tras el trámite de audiencia y tras la emisión de su dictamen por el Consejo de Estado. Al respecto, el Tribunal Supremo señala que "*cuando las modificaciones introducidas en el texto definitivo no son sustanciales, resulta innecesaria tanto una nueva audiencia y examen por el Consejo de Estado como una nueva audiencia de las entidades representativas de intereses*" y, en el caso del Reglamento, las modificaciones —numerosas— introducidas por la Dirección General no pueden ser consideradas sustanciales ni "*desde el punto de vista relativo, por la innovación que supone respecto al texto informado*" ni desde el punto de vista absoluto, "*por su importancia intrínseca*".

⁽⁸⁾ En la segunda sentencia se justifica la omisión de la audiencia pública afirmando que el Reglamento "*tiene, no obstante, un significado primordialmente técnico, por lo que no resulta aconsejable esa información pública por no suponer una garantía de mayor acierto en su regulación*".

⁽⁹⁾ El voto particular considera que el artículo 24 de la Ley 50/1997 lo que exige es motivar la elección entre audiencia corporativa e información pública de manera que esta elección no puede ser arbitraria: "*a nuestro entender, es preciso explicar los motivos por los que un Reglamento no se somete a información pública sino sólo a la audiencia corporativa, lo que, en definitiva, vendrá determinado por la naturaleza de la disposición*". Esta interpretación parece más conforme con el tenor literal del artículo.

b) Nulidad de los artículos 2.1.b) y 2.1.c) por extender la inscripción no sólo a las sentencias que estimen la demanda de nulidad o no incorporación de una determinada condición general, sino también a las sentencias que desestimen la demanda siendo así que el artículo 11.4 de la Ley se refiere exclusivamente a las sentencias estimatorias ⁽¹⁰⁾.

c) Nulidad del art. 2.2.c) II *in fine* cuando establece que la anotación preventiva de la existencia de una demanda de impugnación de unas condiciones generales podrá cancelarse cuando se “lleve a cabo la ejecución provisional de la sentencia dictada” en el proceso correspondiente, siendo así que el art. 11.3 LCGC extiende la prórroga hasta “la terminación del procedimiento”, lo que supone una contradicción agravada por el hecho de que lo que se inscribe en el Registro son *sentencias firmes* (art. 11.4 LCGC).

d) Nulidad de la frase del artículo 5 “sólo el depósito de condiciones generales de la contratación es voluntario” porque también es voluntaria la solicitud al Registrador para que recoja en el registro “la persistencia en la utilización de cláusulas declaradas judicialmente nulas” según prevé el art. 11.4 LCGC segunda frase.

e) Nulidad del art. 9.3, al establecer que la inscripción podrá solicitarse por el que “recomiende” la utilización de las condiciones generales, por contraria a lo dispuesto en el art. 11.8 LCGC que no incluye al “recomendante” de condiciones generales entre los legitimados para solicitar el depósito.

f) Interpretación *secundum legem* del artículo 14.4 que ordena al registrador suspender el depósito de las condiciones generales ilegibles “en tanto se aclaran sus términos por el predisponente, sin perjuicio de las facultades que en el ejercicio de la función jurisdiccional corresponde (sic, debe decir “corresponden” si queremos que haya correspondencia entre sujeto —plural, las facultades— y verbo —corresponder—) a jueces y tribunales”. Dice el Tribunal Supremo que el precepto no es ilegal —aunque “quiere” serlo— porque el Registrador no adquiere a su través ninguna competencia para interpretar las cláusulas depositadas sino simplemente para pedir al predisponente que presen-

(10) V., ampliamente, CABANAS/BONARDELL, *Registro*, pp. 145 y ss., que prueban que el problema fue objeto de amplia discusión durante la tramitación del Anteproyecto de Reglamento y que la ilegalidad fue puesta de manifiesto por la Secretaría General Técnica del Ministerio.

te un ejemplar de las mismas que sea legible: “*el concepto ‘aclaran’ no tiene otro significado que hacer legible lo ilegible*”⁽¹¹⁾.

g) Nulidad del artículo 15.2 (que establece que se presumirá que un predisponente sigue utilizando condiciones generales declaradas nulas si la fecha del contrato en el que se contiene la cláusula es, al menos, tres meses posterior a la inscripción de la sentencia que declaró la nulidad). Aunque “*el precepto (reglamentario) se ciñe a establecer una presunción iuris tantum, sin perjuicio de que la persistencia se acredite por cualquier otro medio de prueba... tal presunción (no) puede establecerse por vía reglamentaria (... además de que...) la exigencia de la ley de (... que se acredite al registrador...) la persistencia (en la utilización de condiciones generales nulas) no puede ser enervada por vía reglamentaria estableciendo una presunción*”⁽¹²⁾.

Mayoría y minoría en la Sala discuten acerca de la nulidad del párrafo 5 del artículo 15 que establece que “*el registrador de condiciones generales de la contratación comunicará al Ministerio de Justicia, en el mismo día que las hubiere practicado, las anotaciones preventivas realizadas por persistencia en la utilización de las cláusulas nulas*”. Parece razonable, como afirma el voto particular, considerar ilegal el precepto porque la *persistencia* en la utilización de condiciones generales nulas no puede dar lugar a la práctica de anotaciones

(11) V., ampliamente, CABANAS/BONARDELL, *Registro*, pp. 226 ss. La otra sentencia de 12 de febrero de 2002 señala al respecto: “*Partiendo del indicado sistema legal, el Registrador sólo está facultado, conforme al apartado cuarto del art. 14, a suspender el depósito de las condiciones generales que resulten ilegibles hasta tanto se subsane tal defecto y sea posible leerlas, aunque no se entiendan por ser oscuras, confusas o incomprensibles, de modo que la aclaración, a que alude dicho precepto, no permite al encargado del Registro examinar los requisitos de incorporación establecidos en los arts. 5 y 7 de la L. 7/1998, pues ha de limitarse a suspender el depósito hasta tanto lo ilegible sea legible, mientras que la expresión concesiva sin perjuicio no tiene otro alcance que reconocer que el control de los requisitos de incorporación de las cláusulas y condiciones generales, previstos en la ley, corresponde exclusivamente a los jueces y tribunales*”. El voto particular de la sentencia se molesta en señalar que la mayoría de la sala debería haber dejado claro que el artículo 14 del Reglamento sólo es ajustado a Derecho si se interpreta en el sentido indicado.

(12) La otra sentencia de 12 de febrero aclara, a este respecto, que “*un reglamento no es instrumento o medio idóneo para establecer una presunción legal, según la interpretación que tradicionalmente se hizo del texto del art. 1250 del CC, que requería, para establecer presunciones, la reserva de ley formal, cuyo precepto, hoy derogado por la Disposición Derogatoria única de la L. 1/2000, de 7 de enero, ha quedado redactado de forma análoga en el vigente art. 385 de esta Ley, en el que se reitera en sus diversos apartados la exigencia de que la presunción venga establecida por ley, a lo que se debe añadir que la norma reglamentaria tampoco podría establecer una presunción contraria al precepto contenido en el art. 11.4, último inciso, de la L. 7/1998, que requiere que ‘se acredite suficientemente’ la persistencia, y, en consecuencia, el precepto impugnado, que ahora comentamos, debe ser declarado nulo de pleno derecho*”.

preventivas y la ley, consecuentemente, sólo se refiere a anotaciones preventivas de demandas.

También debe darse la razón al voto particular en lo relativo a la inscripción de la *“persistencia en la utilización de cláusulas declaradas judicialmente nulas por acción individual”* tal como prevé el artículo 15.1 considerado válido por la mayoría de los magistrados de la sala sentenciadora. Dado que sólo las acciones colectivas pueden dar lugar a una orden judicial al predisponente para que se abstenga de utilizar esa cláusula en el futuro, difícilmente puede verificarse la persistencia en la utilización de una cláusula nula si la nulidad fue declarada en el marco de una acción individual. Como dice el voto particular *“aunque la sentencia estimatoria firme de una acción individual ha de inscribirse en el registro (...) el predisponente no está compelido a abstenerse de utilizar la cláusula de nuevo y si la usa no incurre por ello en infracción alguna (...) ya que sólo se tipifica como sancionable la persistencia en la utilización o recomendación de condiciones generales respecto de las cuales hay prosperado una acción colectiva”*. Si, por vía reglamentaria, se extienden los efectos de una sentencia dictada en una acción de cesación a una sentencia dictada en un pleito particular entre predisponente y adherente, se está modificando el “modelo” de control establecido por la ley.

También tiene razón el voto particular cuando considera nulo el párrafo 4 del mismo artículo 15 que establece que sólo se pueden cancelar los asientos que certifican la persistencia en la utilización de condiciones declaradas nulas *“con el consentimiento de cada uno de los adherentes o legitimados para interponer las acciones colectivas a cuya instanciase hubiere practicado la inscripción o por resolución judicial firme”*. Como señala el magistrado discrepante, si, como consecuencia de tal inscripción, se inicia un expediente administrativo sancionador contra el empresario en virtud de lo dispuesto en el artículo 24 LCGC y el expediente finaliza sin sanción por considerar que el empresario no ha incurrido en la conducta ilícita, seguirá apareciendo en el registro como persistente utilizador de condiciones abusivas sin poder lograr la cancelación de los asientos.

h) Nulidad del art. 17.1 al establecer que *“se considerará como fecha de la inscripción para todos los efectos legales la del asiento de presentación”* porque, con tal regla, se está alterando lo previsto en el art. 19 LCGC que ordena computar el plazo de dos años para la prescripción de las acciones colectivas de retractación y cesación a partir de *“la fecha de la inscripción, concepto jurídico éste con un significado propio que no cabe confundir con el de asiento de presentación”*.

i) Nulidad del art. 17.2 [*“las sentencias firmes (...) deberán inscribirse (...) y vincularán a los jueces y tribunales en ulteriores procesos...”*] por extender la obligación de inscribir más allá de lo previsto en el artículo 20 de la ley,

que se refiere exclusivamente a las sentencias firmes *estimatorias* de la pretensión de cesación, al margen de que el artículo 20 LCGC ha sido derogado por la LEC (apartado 15.º de la Disposición Derogatoria).

j) Nulidad del art. 18 Rpor establecer una “*presunción iuris tantum*” de que se han cumplido los requisitos de incorporación al contrato de unas condiciones generales *ex arts. 5 y 7 LCGC* por el hecho de que conste en el recibo firmado por el adherente una referencia a los datos de depósito de las condiciones generales en el registro: no se pueden establecer presunciones por vía reglamentaria ⁽¹³⁾.

k) Nulidad del artículo 19.2 (y, en consecuencia, del art. 20.1) en cuanto establece que la publicidad del contenido del registro tiene “valor jurídico” sólo cuando se hace a través de notas simples o certificaciones expedidas por el Registrador. Tal precepto, en conjunción con el art. 20, limita el acceso de los particulares al contenido del Registro, lo que resulta contrario a la finalidad del mismo y al art. 11.5 LCGC, que prevé expresamente el carácter público del registro de condiciones generales: “*la publicidad formal no puede quedar limitada a la certificación y a la nota simple*” ⁽¹⁴⁾.

l) Nulidad del artículo 20.5 —que legitima a cualquier registrador de la propiedad, mercantil o de bienes muebles para facilitar la información sobre el contenido del registro de condiciones generales— por ser contradictorio con lo

(13) Sobre los efectos contrarios a los objetivos de los artículos 5 y 7 LCGC que esta presunción tenía y respecto de lo cual llamó la atención el Consejo de Estado en su dictamen, v. CABANAS/BONARDELL, *Registro*, p. 51 ss.

(14) Más contundente, la otra sentencia de 12 de febrero afirma que “*El primer inciso del ap. 1 dispone que la publicidad formal podrá realizarse mediante certificación o nota simple informativa, lo que, según la Asociación recurrente, dificulta el acceso a la información, y así lo consideramos nosotros también porque con ello se han introducido en un Registro público, con un régimen jurídico completamente distinto del Registro de la Propiedad, los modos y maneras de publicidad de éste, y así la diferencia entre certificación y nota simple no sólo hace innecesariamente costoso el conocimiento de los asientos para los interesados con la consiguiente limitación que ello supone para la publicidad, sino que carece de sentido cuando el propio precepto impone que en uno y otro caso se recojan literalmente las condiciones generales depositadas, de modo que la distinción aparece sólo como un medio para justificar la llamada publicidad formal, a la que se pretende dotar de un valor jurídico por estar realizada bajo la responsabilidad y control del registrador, sin que ese carácter, peculiar del sistema inmobiliario registral, sea predicable del Registro de Condiciones Generales de la Contratación, creado por el art. 11 de la L. 7/1998, de 13 de abril, en el que, por tal razón, no se pueden implantar los modos o formas de publicidad del Registro de la Propiedad al tener uno y otro naturaleza y finalidad completamente distintas, salvo que se conculque abiertamente el art. 7 de la Directiva 93/13/CEE, del Consejo, de 5 de abril de 1993, para cuya transposición se promulgó el capítulo III de la L. 7/1998, de 13 de abril y, singularmente, en cuanto a la publicidad del Registro de Condiciones Generales de la Contratación y la información de sus asientos, los aps. 5 y 6 del art. 11 de dicha Ley*”.

dispuesto en el art. 23 C. de c. que limita la publicidad que puede ofrecer el Registro Mercantil al *“contenido de los asientos del propio Registro (...) sin que sea lícito extenderlo por vía reglamentaria a la información contenida en un Registro distinto”*.

m) Nulidad del art. 21.1 R en cuanto que prevé la publicación anual de las sentencias judiciales inscritas, siendo así que *“es claro que la sentencia no es objeto de inscripción, lo es la ejecutoria en que se contiene su parte dispositiva, por tanto el realizar una publicación con las sentencias cuya ejecutoria fue objeto de inscripción va más allá del contenido de los asientos registrales, resulta ajena al objeto del Registro y por tanto excede también de las facultades que corresponden al registrador, sin que exista habilitación legal para ello. Por otra parte, la publicación íntegra de sentencias judiciales implica dar a la publicidad datos contenidos en el cuerpo de la sentencia que no se recogen en el fallo y sí pueden afectar a aspectos amparados por la Ley 15/1999 y el art. 18.4 de la Constitución”*.

n) Nulidad del artículo 22.2 en cuanto establece excepciones al contundente tenor literal del artículo 13 de la Ley de condiciones generales que establece que *“el dictamen del Registrador no será vinculante”*. El reglamento no puede, pues, establecer excepciones en las que el dictamen sí sea vinculante ⁽¹⁵⁾.

ñ) Nulidad del artículo 22.3 en cuanto permite al Registrador que dé como contenido del dictamen la determinación *“del alcance o interpretación de alguna de”* las cláusulas en disputa. Esta atribución de facultades es ilegal porque la competencia para interpretar las cláusulas contractuales en un litigio entre las partes corresponde en exclusiva a los jueces.

o) Nulidad del artículo 22.4 en cuanto *“instaura”* un nuevo tipo de dictamen *no* vinculante y no previsto en la ley.

p) Nulidad del artículo 23 porque establece por vía reglamentaria los recursos que proceden frente a la decisión del registrador siendo así que, en relación con las normas de procedimiento administrativo y procesal, existe reserva de ley.

(15) Más explícita es la otra sentencia de 12 de febrero en la que puede leerse que la norma reglamentaria es contraria a la ley de arbitraje: *“tal salvedad puede tener amparo en la Ley de Arbitraje, porque el dictamen contemplado por el art. 13 de la L. 7/1998 no reúne las características para poderlo considerar incluido en la L. 36/1988, de 5 de diciembre, sin que, según el art. 12.4 de ésta, puedan actuar como árbitros quienes ejercen funciones públicas retribuidas por arancel, y mucho menos puede encontrarse cobertura al dictamen vinculante del Registrador en el principio de autonomía de la voluntad recogido en el art. 1255 del CC (...) ya que este mismo precepto excluye de aquélla los pactos contrarios a la ley, que en este caso establece tajantemente que el dictamen del Registrador no será vinculante”*.

q) Nulidad del artículo 24, que se remite al Reglamento del Registro Mercantil en su defecto al Reglamento hipotecario para cubrir las lagunas del Reglamento, porque “*habida cuenta la diferente naturaleza de éstos (en relación con) el de Condiciones generales de la contratación (...) la supletoriedad no puede aplicarse con carácter general (porque) crea una situación de inseguridad jurídica que no desaparece con la simple inclusión de una cláusula de salvaguardia excesivamente genérica*” (16).

El repaso del texto de las sentencias lleva a preguntarse cómo ha sido posible la promulgación de una norma con tan numerosas tachas de ilegalidad a pesar de haberse utilizado todos los mecanismos previstos en la Ley del Gobierno para minimizarlas. Incomprensión que es aún mayor si se tiene en cuenta que las normas anuladas eran *manifiestamente* ilegales, hasta el punto de que no resulta ni necesario ni interesante hacer comentarios a la argumentación del Tribunal Supremo porque los resultados que alcanza se derivan de una pura aplicación silogística de la regla que dice que el Reglamento está sometido a la ley que desarrolla. Con esta observación deberíamos terminar esta nota y remitirnos a otras publicaciones en las que habíamos y habían avanzado otros autores las críticas que han fundado las decisiones del Tribunal Supremo (17). Permítasenos, no obstante, hacer una breve referencia a los tres temas de mayor interés a nuestro juicio: los pretendidos efectos del depósito de las sentencias en el Registro; la regulación del dictamen de conciliación previsto en el artículo 13 de la ley y la pretendida atribución de efectos al depósito de las condiciones generales en lo que al cumplimiento de los requisitos de inclusión de las condiciones generales en el contrato se refiere (*infra*, IV, V y VI respectivamente).

IV. LOS EFECTOS DE LAS SENTENCIAS DECLARANDO LA NULIDAD DE CLÁUSULAS DE CONDICIONES GENERALES POR SU CARÁCTER ABUSIVO

El artículo 20.4 LCGC preveía una suerte de efecto *ultra partes* de la Sentencia del Tribunal Supremo que declarara la nulidad de una condición

(16) Más explícita la otra sentencia de 12 de febrero, que añade que el recurso a “*las normas reguladoras de otros Registros de significado tan distinto y hasta opuesto, a cuya incorrecta solución ha podido conducir el haber aprovechado, como dice textualmente la Exposición de Motivos de la Ley, la estructura dispensada por los Registradores de la Propiedad y Mercantiles con funciones y competencias tan poco afines a las que son propias del Registrador de Condiciones Generales de la Contratación por más que aquéllas y éstas tengan que ser ejercidas por los mismos funcionarios*”.

(17) V. J. ALFARO ÁGUILA-REAL, “El proyecto de ley sobre condiciones generales de la contratación: técnica legislativa, burocracia e intereses corporativos en el Derecho Privado”, RDBB 67 (1997), pp. 839-902; CABANAS/BONARDELL, *Registro, passim*.

general por abusiva ⁽¹⁸⁾ a establecer que la sentencia del Tribunal Supremo que constituya doctrina legal “vinculará a todos los jueces en los eventuales ulteriores procesos en que se inste la nulidad de cláusulas idénticas a las que hubieran sido objeto de la referida sentencia, siempre que se trate del mismo predisponente”. Esta redacción constituía una versión capitidiminuida de la brutal extensión de la sentencia que se derivaba del precepto correspondiente en el anteproyecto de ley (que no limitaba los efectos al predisponente condenado) y en el proyecto de ley (que extendía esta pretendida eficacia a todas las sentencias y no sólo a las del Tribunal Supremo). Como se ha señalado hasta la saciedad, *nila sentencia del Tribunal Supremo tenía eficacia erga omnes, nila eficacia de la sentencia se anuda por la ley a la inscripción de la misma en el Registro*. La referencia final del artículo 20.4 LCGC a que se trate “del mismo predisponente” impide afirmar que el cumplimiento de la sentencia afecte a predisponentes que utilicen idéntica cláusula pero que no hubieran sido condenados. Pero, además, el texto legal y el reglamentario parecían olvidar que el efecto natural de una sentencia que condena al demandado a cesar en una práctica determinada (en nuestro caso, a cesar en la utilización de una cláusula contractual determinada) consiste, precisamente, en que el condenado no vuelva a utilizar, en ninguno de sus contratos, una cláusula semejante. Por lo tanto, el pretendido efecto *erga omnes* recogido en el artículo 20.4 LCGC y al que serviría la inscripción de la sentencia del Tribunal Supremo en el Registro de Condiciones, simplemente, no existía ⁽¹⁹⁾. La vinculación a los jueces en futuros casos era un sinsentido. Si se presentara otra demanda para pedir la nulidad por idéntica cláusula y frente a idéntico predisponente, el juez deberá simplemente rechazarla, no porque esté vinculado por una sentencia o dos o doscientas del Tribunal Supremo, sino porque el asunto ha sido ya decidido por los jueces, es decir, se ha producido cosa juzgada. Una vez más, pues, no hay ningún efecto *erga omnes* al que sirva, en modo alguno, el Registro de condiciones genera-

(18) V., al respecto, antes de la promulgación de la nueva Ley de enjuiciamiento civil, J. GARCÍA DE ENTERRÍA, “La pretendida vinculación de los jueces a las sentencias del Tribunal Supremo en materia de cláusulas abusivas”, *La Ley*, n.º 4640, p. 1 ss.

(19) V., un análisis detallado y que compartimos por completo de esta norma en I. DÍEZ-PICAZO GIMÉNEZ, “Comentario al artículo 20” en MENÉNDEZ/DÍEZ-PICAZO/ALFARO, *Comentarios a la ley sobre condiciones generales de la contratación*, Madrid, 2002, p. 807 ss., esp. p. 811, quien señala que el único efecto de la norma se produciría en el caso de una sentencia desestimatoria, “que no impediría ulteriores pronunciamientos al respecto”, efecto que sin embargo no se produciría en el caso de sentencias del Tribunal Supremo que constituyesen “doctrina legal”.

les ⁽²⁰⁾. Debe, pues, alabarse la voluntad de rectificación del legislador expresada en la derogación de esta norma por la Ley de Enjuiciamiento Civil (Disposición Derogatoria Única 2.15.º). Como se ha señalado acertadamente, una vez derogado el artículo 20.4 LCGC hay que entender que la sentencia que desestime la demanda de nulidad ejercitada por medio de una acción colectiva no impide el ulterior ejercicio y eventual estimación de acciones individuales (v. art. 19 LCGC) y, aunque hay argumentos a favor de sostener tal cosa, no hay norma alguna que impida a otra entidad legitimada para el ejercicio de las acciones colectivas la presentación de una demanda solicitando la nulidad y cesación en el uso de una condición general por el hecho de que, sobre la citada cláusula, haya recaído una sentencia desestimatoria en otro proceso ⁽²¹⁾.

El autor del texto reglamentario no parecía comprenderlo que se acaba de exponer cuando afirmó, en la Memoria, que *“la sentencia declarando nula una condición general determinará la nulidad del clausulado general y permitirá la declaración automática por otro juez de las condiciones generales idénticas que utilice el mismo predisponente dentro del mismo sector profesional cuando exista doctrina legal consolidada”* (p. 7 de la Memoria). Con lo que, parece, los jueces podrán dictar diez millones de sentencias “automáticas” afirmando la nulidad de una condición general determinada del contrato de abono al servicio telefónico de Telefónica.

El colmo de los colmos era pretender que los efectos de la sentencia derivasen, no de la propia sentencia, sino de su depósito en un Registro administrativo. Atribuir los efectos de la sentencia a la inscripción supone alterar notablemente reglas básicas de nuestro ordenamiento. En este punto, el artículo 17.2

(20) Esto tampoco lo entendieron bien nuestros Parlamentarios que, aunque se percataron de la barbaridad que suponía la redacción de los primeros borradores, en los que sí se incluía una eficacia *erga omnes* de la sentencia que declarase nula una cláusula, en cuanto que la sentencia vinculaba a todos los particulares predisponentes que utilizaran una cláusula semejante, creyeron que la sentencia del Tribunal Supremo —en la medida en que constituyese doctrina legal— sí podría vincular a todos los jueces que se enfrentaran a cláusulas idénticas. Pero, obsérvese que la ley no dice tal cosa, dice cláusulas idénticas e idéntico predisponente, por lo que no hay ningún efecto de la sentencia de casación sobre los tribunales inferiores. Prueba de que no lo entendieron son las palabras del Diputado López-Medel, en representación del Grupo Popular, que se transcriben a continuación: *“en lo que se refiere a la vinculación a todos los jueces en ulteriores procesos (...) lógicamente a aquellas sentencias que se han dictado en recurso de casación y, por tanto, provengan del órgano que tenga competencia para ello y no, tal como parece que se deriva del texto del proyecto de ley, de cualquier órgano jurisdiccional que hubiera dictado una sentencia en esta materia (...) como puede verse nada más lejos de los términos con que se pronuncia la Exposición de Motivos, que simplemente ha quedado sin correspondencia con el régimen de la propia ley. Por todo ello se estima aconsejable que se prescinda de un párrafo que sólo puede ser calificado de engañoso”*.

(21) DÍEZ-PICAZO GIMÉNEZ, “Art. 20”, p. 817.

del Reglamento ⁽²²⁾ era perfectamente inútil. Ahora es, además, nulo. Pero, prueba, una vez más, la voluntad rebelde a la ley de los autores del Reglamento ya que el artículo 18.2 del Proyecto de Reglamento anudaba expresamente los efectos de la sentencia a la inscripción en el Registro. Así, en el texto proyectado podía leerse que *“la inscripción de las sentencias estimatorias firmes obtenidas en el ejercicio de acciones colectivas vinculará a los jueces y tribunales en ulteriores procesos en los términos previstos en el artículo 20.4 de la ley de condiciones generales de la contratación”*. Obsérvese que en el texto proyectado era la *inscripción de la sentencia* la que vinculará. En otro caso, es decir, si lo que vincula son **las sentencias** el texto debería decir *“vincularán”* aunque, como el autor del texto no tiene muy claras las concordancias en número de sujeto y verbo, tampoco es un argumento definitivo. Pero si leemos la Memoria que acompañó al Proyecto de Reglamento, se confirman nuestras sospechas. El autor del texto reglamentario estaba convencido de que *“mientras que las sentencias —incluso las dictadas en acciones colectivas— producen efectos inter partes, la inscripción de tales sentencias en el Registro de Condiciones Generales permitirá su eficacia erga omnes”* (p. 7). Tuvo que ser el propio Secretario General Técnico del Ministerio el que le dijera a la Dirección General de los Registros que *“el efecto ultra partes que la ley otorga a las sentencias no puede condicionarse en sede reglamentaria a la previa inscripción de las mismas en el registro de condiciones generales de la contratación. La sentencia goza de los efectos que le atribuye la ley con independencia de su inscripción en el registro”*.

V. EL DICTAMEN DE CONCILIACIÓN

El que haya sido autor material del texto reglamentario recuerda a esos niños pequeños que tienen más obstinación que fuerza física y que se pelean con niños mayores que él; que caen continuamente al suelo y que, no obstante, vuelven a la carga en la esperanza vana de que un rayo fulmine a su contrincante a la vez que él le ataca. No se entiende en otro caso la perseveración en el error del Reglamento en lo que al dictamen de conciliación se refiere.

El *dictamen de conciliación* era un dictamen obligatorio y previo a la interposición de una acción de cesación. En esos términos era perfectamente inútil y seguramente inconstitucional. En el trámite parlamentario, aunque con defectuosa técnica legislativa, parecía que se había abortado cualquier intento

(22) *“Las sentencias firmes obtenidas en el ejercicio de acciones colectivas deberán inscribirse, conforme al artículo 22 de la ley en el Registro de condiciones generales de la contratación y vincularán a los jueces y tribunales procesos en los términos previstos en su artículo 20 siempre que en el proceso sea parte el mismo predisponente”*.

de atribuir a los Registradores de la Propiedad el monopolio o, al menos, la prevalencia, en la interpretación de la ley de condiciones generales y la ley de consumidores. El artículo 12 del anteproyecto LCGC decía:

“...previamente a la interposición de acciones colectivas de declaración de condiciones generales o de cesación o de retractación, deberán las partes someter la cuestión ante el registrador de condiciones generales, que emitirá informe sobre la adecuación a la ley de las cláusulas controvertidas, pudiendo proponer una redacción alternativa a la misma. El dictamen del Registrador no será vinculante”.

En la redacción vigente, el artículo trece ha eliminado su carácter obligatorio sustituyendo el *“deberán las partes”* por un *“podrán las partes”*, con lo que la norma resulta ridícula. Es obvio que las partes pueden pedir un dictamen al registrador como pueden pedírselo a un profesor o a un abogado. La norma sólo significa ahora que el registrador *está obligado, si se lo solicitan, a emitir el dictamen.*

La regulación del dictamen de conciliación contenida en el artículo 22 del Reglamento era completamente ilegal y así lo han declarado las sentencias que comentamos. Pero las sentencias se limitan a señalar que el texto del artículo 22 es contrario a la clara voluntad de la ley expresada en la última frase del artículo 13 que declara que *“el dictamen del Registrador no será vinculante”*.

Lo primero que llama la atención es que, una vez más, el autor del texto reglamentario “se calla” en el Proyecto e introduce modificaciones sustantivas y de gran calado en las versiones subsiguientes del texto redactadas una vez evacuados los preceptivos informes ⁽²³⁾. El objetivo, como siempre, era dar más protagonismo al registrador, protagonismo que, afortunadamente, eliminó el trámite parlamentario.

La ilegalidad de la regulación reglamentaria derivaba, en primer lugar, del hecho de que extiende la posibilidad de solicitar dictamen al registrador no sólo con carácter previo a la interposición de una acción colectiva, sino, *con carácter general, en cualquier momento y por cualquier predisponente o adherente.* El artículo 22.4 afirma, en efecto, que *“también podrá someterse a dictamen al registrador por parte del predisponente o del adherente, sin los efectos del dictamen de conciliación, la calificación de la validez de las condiciones gene-*

(23) La regulación contenida en el Proyecto de Reglamento se limitaba a reproducir, con alguna interpretación dudosa, el artículo 13 de la ley. El Consejo General del Notariado criticó en su informe la regulación y la respuesta de la Dirección General fue reforzar el valor del dictamen hasta hacerlo claramente ilegal. V., ampliamente, CABANAS/BONARDELL, *Registro*, p. 309 ss.

rales. En estos casos, podrá someterse al registrador central o a cualquiera de los provinciales, y no se limitará a calificar los extremos a que se refiere el artículo 14 sino la plena adecuación de las cláusulas a la ley y a este reglamento”. Es decir, el artículo 22.4 inventaba un dictamen del Registrador no previsto en la ley cuya validez se pretendió salvar afirmando que tal dictamen no tenía “los efectos del dictamen de conciliación”. Dado que el dictamen de conciliación regulado en el art. 13 de la ley *no tiene ningún efecto*, salvo el efecto “persuasivo” sobre las partes para que lleguen a un acuerdo, en realidad, este nuevo dictamen de “no-conciliación” tenía exactamente los mismos efectos que el previsto en la ley. La contradicción del Reglamento con la ley deriva de la atribución a los Registradores de una competencia no prevista en ésta.

Pero esta era una ilegalidad menor comparada con la contenida en el apartado 2 del artículo 22 que comentamos. Decía este párrafo que “*el dictamen no será vinculante, salvo que las dos partes expresamente lo hicieren constar así en la solicitud o cuando de examen realizado se aprecie que alguna cláusula está incluida en las previstas en la disposición adicional primera de la ley general para la defensa de los consumidores y usuarios*”. Con esta dicción se convertía en vinculante el dictamen si el Registrador observaba que alguna de las cláusulas de condiciones generales era abusiva. En otros términos, el dictamen no era de solicitud obligatoria, pero si se solicitaba *y el resultado era que el registrador creía que alguna de las cláusulas era abusiva, devenía vinculante*. Semejante norma volvía del revés todo el sistema de la ley al establecer dos vías para declarar la nulidad de cláusulas abusivas: la judicial y la registral, en contra de la voluntad clara de la ley de reservar a los jueces el control del contenido de las condiciones generales.

Por último, la norma del art. 22.4 es ilegal no solo cuando atribuye al registrador el poder de declarar la nulidad de las cláusulas abusivas, sino también al declarar el carácter vinculante del dictamen cuando “*las dos partes expresamente lo hicieren constar así en la solicitud*”. La nulidad no deriva únicamente de su contrariedad con los tajantes términos del art. 13 LCGC *in fine*, sino sobre todo del hecho de que semejante norma implica regular un convenio arbitral y atribuir la condición de árbitro al registrador. En efecto, estamos ante un conflicto jurídico —la validez de unas cláusulas contractuales— que las partes deciden resolver recurriendo a un tercero (art. 1 Ley de Arbitraje). En la medida en que el dictamen sea vinculante, el Registrador estaría dirimiendo un conflicto jurídico. Y el artículo 12.4 de la Ley de arbitraje prohíbe expresamente que puedan “*actuar como árbitros los Jueces, Magistrados y Fiscales en activo, ni quienes ejerzan funciones públicas retribuidas por arancel*”.

VI. DEPÓSITO EN EL REGISTRO E INCORPORACIÓN
DE LAS CONDICIONES GENERALES AL CONTRATO ⁽²⁴⁾

Otro de los preceptos declarados nulos en las sentencias que comentamos es el del artículo 18 del Reglamento que se titula “*incorporación de las condiciones generales depositadas*”. Siguiendo una sugerencia contradictoria de la Asociación Nacional de Entidades de Financiación que pretendía que no fuera necesaria la firma del adherente cuando las condiciones generales estuvieran depositadas pero “*siempre, claro está, que se hayan cumplido los requerimientos exigidos en la ley*” (que exige la firma del adherente para considerar válidamente incorporadas a un contrato unas condiciones generales), las autoridades ministeriales habían pretendido otorgar alguna eficacia al depósito, no sólo cara a la prescripción de las acciones colectivas, sino también cara a considerar incorporadas al contrato singular las condiciones depositadas. La norma reglamentaria rezaba como sigue:

Art. 18. “*Los requisitos establecidos en los artículo 5 y 7 de la Ley sobre Condiciones Generales de la Contratación se entenderán cumplidos cuando conste en las condiciones particulares del contrato una referencia y un recibí, firmados por el adherente, a los datos de inscripción de las mismas en el Registro de Condiciones generales y en la que figure que se le ha entregado un ejemplar de ellas. Esto no será de aplicación cuando alguna norma exija la incorporación material de las condiciones generales al documento*”.

Como en tantas otras ocasiones, la lectura del precepto nos sume en la perplejidad. La primera tentación es la de pensar que se trataba de otra norma inútil que se limitaría a decir que *los requisitos de incorporación se considerarán cumplidos cuando se hayan cumplido*. Porque, en efecto, interpretado sin maldad, el precepto que hemos transcrito exige que se entregue un ejemplar de las condiciones generales y que se haga una referencia a dicha entrega en el documento que recoge el consentimiento contractual del adherente. Por lo tanto, no hace sino reproducir lo establecido en el artículo 5 de la ley. La pregunta inmediata es, entonces, ¿de qué modo facilita al predisponente el cumplimiento de los requisitos de incorporación la referencia al depósito de las condiciones generales? La referencia a la que se refiere el precepto parece sacada del Derecho del Mercado de Valores y de la obligatoriedad de hacer referencia al folleto informativo depositado en la CNMV en caso de ofertas públicas de venta o suscripción, ámbito en el que tiene sentido porque el que adquiere una acción en una oferta pública no recibe ni acepta formalmente el folleto informativo.

(24) Para lo que sigue v., ampliamente, CABANAS/BONARDELL, *Registro*, 284 ss.

Pero, en el caso de las condiciones generales, la ley obliga al predisponente a entregar un ejemplar y el precepto parece pretender *sustituir la entrega* del ejemplar de las condiciones generales por la referencia a su depósito en el Registro. Estas dudas se alimentaron porque la Dirección General de Registros, al contestar a las objeciones realizadas por las distintas corporaciones informantes del Proyecto de Reglamento, afirmó que *“el depósito en el Registro de condiciones generales produce efectos de legitimación claros. El predisponente que deposita afirma a la vez implícitamente que el clausulado que deposita no contiene cláusulas abusivas, ya que lo expone a la denuncia de las organizaciones encargadas de velar por el interés público. Es decir, **el depósito es un acto que reviste lógica y cabalmente al clausulado de una presunción de validez que sólo un juez puede desvirtuar.** Ese es el efecto de todo Registro jurídico como el que regula la ley de condiciones generales. Es lógico y justo que a los profesionales predisponentes que depositen, así se les reconozca”*.

Es obvio que tan válidas o nulas son unas cláusulas contractuales depositadas como no depositadas. La presunción de validez deriva de los arts. 1255 y 1258 CC, no de su depósito. Es obvio que, aunque no se hayan depositado, corresponderá al que lo alegue la argumentación del carácter abusivo de una cláusula. Por tanto, el párrafo transcrito sólo puede explicarse como resultado del delirio registral de su autor que olvida que si los asientos registrales están bajo la salvaguarda de los tribunales es porque contienen *inscripciones* realizadas por el Registrador y no meros depósitos realizados por particulares. Baste recordar que a nadie se le ha ocurrido nunca afirmar que hay una presunción de validez —esto es, de que su contenido es correcto— para las cuentas anuales por el mero hecho del depósito. Y añadir que el Consejo de Estado, con buen criterio, le ha recordado a las autoridades ministeriales que el Registro es un instrumento para *proteger a los consumidores, no a los predisponentes*, por lo que del depósito no podía derivarse ninguna presunción de legitimidad de las condiciones generales. Declarado nulo el artículo 18, el problema ha quedado resuelto.

VII. CONCLUSIONES PARA EL FUTURO

La mayor crítica que realizan las sentencias que comentamos a los autores del Reglamento es su empeño en considerar el Registro de condiciones generales como un “registro jurídico” semejante al registro de la propiedad y regular su funcionamiento acudiendo a los principios registrales inmobiliarios.

Así, el autor del reglamento insiste, *erre que erre*, en calificar el acto de depósito como de *inscripción* y tamaño propósito le lleva a expresiones tan retorcidas como la del art. 7 que afirma que *“las condiciones generales serán objeto de inscripción mediante el depósito del documento”*. Este intento se reproduce cuando —en el proyecto de reglamento— se calificaba a la actuación

del registrador como “*calificación*”. Ante las críticas recibidas, se ha sustituido el sonoro término de calificación registral por el no menos sonoro de “*actuación profesional del registrador*” (art. 14), idénticas críticas que llevaron a suprimir del reglamento las referencias a la “*calificación del carácter de condiciones generales*” o a la *calificación de la representación orgánica* del que presenta el clausulado para su depósito (art. 14 del proyecto de reglamento), que se han sustituido por el término, menos comprometido, de *comprobación*.

Y es, probablemente, esa obsesión la que ha provocado que ahora dispongamos de una norma de aplicación casi imposible. Ha de recomendarse, pues que por el Gobierno se apruebe un nuevo reglamento del registro de condiciones generales que se limite a organizar técnicamente el depósito de sentencias y cláusulas contractuales. No debemos ocultar, sin embargo, nuestro deseo de que se deroguen directamente los artículos 11 y 13 de la Ley.

**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;
BOE 30-5-2002)**

M.^a TERESA MARTÍNEZ MARTÍNEZ

*Profesora Titular de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid*

SUMARIO

- I. PLANTEAMIENTO.
 - II. LA DURACIÓN DEL CARGO DE CONSEJERO: DETERMINACIÓN Y ALCANCE.
 - III. LA LICITUD DE LAS CLÁUSULAS ESTATUTARIAS FIJANDO DIVERSOS PLAZOS DE DURACIÓN PARA EL CARGO DE CONSEJERO.
 - 1. Los argumentos *literalistas* del registrador mercantil.**
 - 2. Autonomía de la voluntad, normas imperativas y principios configuradores de la S.A.**
 - IV. EL ESTATUTO JURÍDICO DE LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES.
 - 1. Sus condiciones de elegibilidad diferenciadas, en el seno de un Consejo “blindado”.**
 - 2. Las nebulosas condiciones para la incorporación y para la efectividad de los *independientes*.**
 - V. CONCLUSIÓN: LAS (PRESUMIBLES) LEGÍTIMAS MOTIVACIONES Y LAS (HIPOTÉTICAS) IMPLICACIONES DESVIADAS EN EL SUPUESTO PLANTEADO.
-

I. PLANTEAMIENTO

Con fecha de 26 de marzo de 2002, la Dirección General de los Registros y del Notariado ha dictado una Resolución estimando el recurso gubernativo interpuesto por BANKINTER, S.A., contra la negativa del registrador mercantil de Madrid a inscribir la modificación del art. 26 de los estatutos de la entidad, aprobada por la Junta General del 18 de abril de 2001 ⁽¹⁾. La cláusula objeto del recurso quedaba redactada en los siguientes términos: “*Art. 26. —La duración del cargo de Consejero será de cinco años. La Junta General podrá elegir como consejeros, por un plazo de ejercicio de dos años, a profesionales de singular relieve a criterio de la Junta General o del Consejo de Administración. Estos Consejeros quedarán excluidos del requisito de titularidad previa de acciones*”.

Presentada al Registro Mercantil de Madrid copia de la escritura que elevaba a públicos los acuerdos adoptados por la Junta general que adoptó, entre otros, el de la modificación estatutaria transcrita, el registrador fundó su negativa a inscribirla en un único argumento. A saber: que “el plazo de duración del cargo de Consejero ha de ser único y constar claramente en los estatutos dentro de los límites establecidos en el art. 126 de la Ley de Sociedades Anónimas y en el art. 124 del Reglamento del Registro Mercantil” (HECHOS, II).

En el recurso presentado por el abogado de BANKINTER, S.A., y en las alegaciones del Notario autorizante de la escritura calificada (expuestos en los HECHOS de la Resolución III y IV), se argumenta sustancialmente sobre dos cuestiones. La primera, acerca del sentido de la exigencia legal de que consten en los estatutos el plazo de duración del cargo de administrador, que legalmente no puede exceder de cinco años [arts. 9.h) y 126 LSA]. La segunda, sobre el alcance de la autonomía de la voluntad social plasmada en los estatutos en relación, concretamente, a la posibilidad (no contemplada, pero tampoco expresamente excluida por la LSA y el RRM) de establecer distintos plazos de duración del cargo de administrador-consejero.

En realidad, y como evidencian los términos de la nota de calificación del registrador y sus alegaciones cuando resuelve mantener su negativa a inscribir (HECHOS, V), es esta última la cuestión dirimente, y es también la que imprime al supuesto planteado una mayor singularidad, actualidad, y en definitiva, interés. La primera plantea una cuestión de interpretación de unas normas [arts. 9.h) y 126 LSA] que, con respecto a la duración máxima del cargo de administrador y su necesaria constancia estatutaria, se pronuncian en términos bastante explícitos, con un sentido relativamente pacífico. La segunda, en cambio, plan-

(1) La Resolución ha sido publicada en el BOE núm. 129, de 30 de mayo de 2002.

tea la legalidad de una solución autorregulatoria novedosa, desapercibida en la letra de la ley y en los planteamientos doctrinales. A la siempre interesante (y delicada) cuestión de los límites a la autonomía de la voluntad expresada en los estatutos de una S.A., se añade en este caso la circunstancia de tratarse de una sociedad cotizada, y de incidir la cláusula estatutaria en cuestión sobre el estatuto jurídico de determinados consejeros, presumiblemente los *independientes* ⁽²⁾. Que la cláusula estatutaria en cuestión pretende dar cobertura estatutaria a la figura queda evidenciado en las alegaciones de la recurrente y en los argumentos que para el propio Centro Directivo deciden la licitud de la misma. Estos argumentos ponen de relieve la amplitud del reconocimiento de la autonomía de la voluntad plasmada en los estatutos, siempre que no se opongan a las normas imperativas (que no impedirían, a juicio de la DGRN, el nombramiento de administradores con cargos de duración diferentes, siempre inferiores al máximo legal), y especialmente cuando, como sería el caso, se pretende dar cauce a intereses lícitos y propiciarsoluciones adecuadas al momento presente (como la incorporación de profesionales a los Consejos de administración de las sociedades cotizadas).

Resulta pertinente destacar que BANKINTER, S.A. viene declarando desde 1999 su adhesión a las recomendaciones contenidas en el Código de Buen Gobierno (en adelante CBG) que condensa las propuestas del *Informe Olivencia*, y ha cumplimentado y remitido a la CNMV, para conocimiento del mercado y del público, el Modelo de Informe sobre el gobierno de las entidades cotizadas en Bolsas de Valores adjunto a la Carta del Presidente de la CNMV, de 30 de marzo de 2000 ⁽³⁾. Sin que interese ahora valorarla discutible coheren-

(2) El término de consejero independiente no es empleado directamente en la Resolución. La recurrente, en su escrito de alegaciones (reseñado en HECHOS, III) opta por referirse a “profesionales (que) representan (...) algo difuso como es el capital flotante”. El registrador, cuando resuelve mantener su calificación, no contextualiza los términos de la controversia en el marco de las recomendaciones sobre buen gobierno, limitándose a invocar la imperatividad de las normas de la LSA y del RRM aplicables al supuesto. La noción sólo aparece cuando el Centro Directivo, estimando el recurso, se apoya en las consideraciones del *Informe Olivencia* para afirmar, en la línea sostenida por la recurrente, el amplio campo de la autonomía de la voluntad para arbitrar soluciones que dan cauce a intereses legítimos y particularmente *actuales*.

(3) Como se sabe, en esta Carta, al tiempo que se reitera el carácter voluntario de la incorporación de las recomendaciones del CBG, se justifican las potestades de la CNMV para pedir y difundir información a las sociedades cotizadas sobre sus normas de buen gobierno, en el entendimiento de que al margen de su inclusión en el informe público anual al que se refiere la recomendación 23.^a del CBG y la precedente Carta Circular 11/1998, la información al mercado debe ofrecerse “de forma íntegra y uniforme y con una presentación que resulte comparable y comprensible para todos los inversores”, y por tanto, en un Modelo normalizado que se adjunta a la Carta.

cia de esta medida de la Comisión (como otras anteriores, en particular las orientadas a la incorporación por las sociedades cotizadas del Reglamento Tipo redactado por el mismo organismo, y la formalización del informe público anual conforme al Modelo incluido en la Carta Circular 11/1998) con el presupuesto programático de incoercibilidad del CBG ⁽⁴⁾, lo cierto es que la información del público se beneficia del fácil acceso a un documento planteado, en una parte sustancial, en términos de cuestionario acerca de los aspectos fundamentales sobre “el sistema de gobierno de la sociedad en los estatutos y en el reglamento del consejo” (Bloque 3 del Modelo). El Modelo incorpora, así, datos sobre la configuración estatutaria del órgano de administración que permiten superar las insuficiencias del marco de incorporación de las recomendaciones del CBG en los términos originariamente concebidos por la propia CNMV, a través de la adopción por las sociedades cotizadas de un Reglamento interno del Consejo adaptado al Reglamento Tipo. Deficiencias sustanciales, derivadas de la inaptitud de los Reglamentos para regular cuestiones reservadas explícita o implícitamente por la LSA a la normación estatutaria, y deficiencias en cuanto a la accesibilidad de la información sobre la estructura de los Consejos de administración de las sociedades cotizadas, ahora sustancialmente facilitada por cuanto los Modelos remitidos por las sociedades cotizadas se incorporan a los registros oficiales de la CNMV y pueden consultarse a través de la página electrónica del organismo supervisor.

En este contexto, la modificación estatutaria adoptada por BANKINTER, S.A., y validada por la Resolución que nos ocupa, propicia un amplio campo para la reflexión. De entrada, se conecta directamente con el tema de la discutible compatibilidad de las sugerencias autorregulatorias contenidas en las recomendaciones sobre el buen gobierno, respecto a la estructura del Consejo de administración y el estatuto (diferenciado) de sus integrantes, con el marco legal de la S.A. Esta es, en definitiva, la cuestión que ha debido dilucidar la DGRN para un supuesto concreto. Conviene señalar que el Centro Directivo parece muy consciente, tanto de la necesidad de contextualizar las particularidades del caso en la línea expuesta (y es de destacar el auxilio que presta el dúctil art. 3.1 del Cciv. a la hora de “actualizar” el sentido de las normas), como, me atrevo a afirmar, del riesgo de sostener una interpretación de los preceptos legales en juego que no tenga a la vista que se trata de normas generales para todas las sociedades anónimas, y no específicamente destinadas a determinados

⁽⁴⁾ En sentido crítico, vid. F. SÁNCHEZ CALERO, *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, Madrid, 2001, p. 98, y G. GUERRA, “Publicación por la CNMV de un modelo de información sobre la asunción del Código de Buen Gobierno”, *RdS*, 14 (2000), pp. 551 y ss., esp. 551.

“tipos fácticos”, por muy relevantes en términos de implantación socioeconómica que éstos puedan ser.

Respecto a lo primero, la DGRN no duda en fundar la admisibilidad de la modificación estatutaria controvertida “en la necesidad de permitir la adopción de determinadas medidas que favorezcan la incorporación de profesionales con ciertas cualidades al órgano de administración de las sociedades mercantiles”, con cita expresa del *Informe Olivencia* y de la 2.ª recomendación del CBG (FUNDAMENTOS DE DERECHO, II). A la pertinencia del argumento sólo cabe objetar que no era la incorporación de profesionales al Consejo el aspecto de la modificación estatutaria rechazado por el Registrador mercantil, sino la fijación para ellos de un plazo de duración del cargo considerablemente inferior al del resto de los consejeros. Respecto a lo segundo, la Dirección vuelve a recurrir a las consideraciones del *Informe Olivencia* para sostener que, aunque la recomendación de incorporar profesionales como consejeros independientes “tenga como primeras destinatarias las sociedades que cotizan en mercados de valores (...) sin duda otras sociedades, ajenas a las características señaladas, podrán optar, dentro del ámbito de su libertad de organización, por inspirarse en este Código para configurar sus estructuras de gobierno”.

Si admitimos, en la línea del Centro Directivo, que la ley no impide la fijación de plazos diferenciados para la duración del cargo de administrador, vinculados a peculiaridades en cuanto a las cualidades exigidas para su nombramiento, se abre otro frente de reflexión, más sutil pero no por ello menos pertinente.

Se trataría de valorar las “lecturas” posibles de una cláusula como la controvertida en este supuesto a la luz, no tanto de la letra, sino del espíritu de las recomendaciones sobre buen gobierno, cuya novedad radica sobre todo en la de sus presupuestos ideológicos y metodológicos (y de cultura jurídica), pero no, desde luego, en la identificación del problema a resolver, sobre el que se viene debatiendo intensamente desde los años 30 del siglo XX⁽⁵⁾. El problema no es otro que el ya viejo de la concentración en las sociedades cotizadas de núcleos de poder gerencial auto perpetuados y desvinculados de las fluctuaciones en la propiedad de las acciones, cuyas prácticas abusivas llegan a comprometer la equidad y la eficiencia de los mercados de valores. Por ello, asumido como un acierto indiscutible el realismo en el diagnóstico de la situación que se quiere

(5) En este sentido, por todos y recientemente, L.A. VELASCO SAN PEDRO, “El gobierno de las sociedades cotizadas (*corporate governance*) en España: el ‘Informe Olivencia’”, en VV.AA., *Derecho de sociedades. Libro Homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. III, Madrid, 2002, pp. 3003 y ss., esp. 3007-8.

reconducir, y las buenas intenciones de los proponentes, y al margen de las legítimas y oportunas disputas sobre la orientación política y metodológica del movimiento y sobre la idoneidad de las técnicas (normativas, convencionales) de incorporación de las propuestas, parece evidente que el *test* último del debate debe centrarse en la eficacia práctica de las recomendaciones de buen gobierno. Y en este contexto, se hace preciso valorar la efectividad de los presupuestos sobre los que se funda la presunta eficacia de estas recomendaciones y, concretamente, la disponibilidad de las propias sociedades destinatarias a someter la actuación de sus equipos directivos al criterio selectivo del mercado, y a propiciar soluciones internas, de estructuración de las relaciones de poder y, concretamente, de intensificación de los mecanismos de control en el seno del propio Consejo.

Desde esta perspectiva, no parece suficiente limitarse a mostrar un cumplimiento formal de las recomendaciones de buen gobierno mediante la remisión del oportuno modelo-cuestionario, como han afirmado autorizadamente los autores del *Informe Hampel*, lamentando lo que al “método de marcar casillas” subyace de un entendimiento pobre del espíritu de aquellas recomendaciones (contenidas, en el caso británico, en los precedentes Informes Cadbury y Greenbury). Estas recomendaciones, continúa el *Informe Hampel*, deben ser incorporadas con flexibilidad atendidas las circunstancias y la práctica precedente de cada sociedad cotizada, y su acierto intrínseco valorado por los accionistas y otros interesados, a la luz de las explicaciones de los consejeros (*Informe final del Comité sobre el gobierno corporativo —Informe Hampel—*, enero de 1998, 1.11 a 1.13). En el caso que nos ocupa, cuyas características pueden hacerse extensivas a un buen número de sociedades cotizadas españolas, no estará de más valorar si al margen de la adopción formal de la mayoría de las recomendaciones del CBG, la propia autorreglamentación de órgano administrativo sienta los presupuestos para un control eficaz de la actuación de los consejeros ejecutivos, y para una renovación de los mismos consecuentemente todo momento con los cambios significativos en la composición del accionariado. Desde esta perspectiva, no podrán pasarse por alto previsiones que sin aparecer entre las controvertidas en el supuesto que nos ocupa, diseñan el contexto que permite dilucidar las previsible implicaciones y alcance efectivo de la modificación estatutaria que ha venido a validar la Resolución que nos ocupa. Concretamente, la existencia de *cláusulas de blindaje*, concretadas en la exigencia de requisitos para el acceso al cargo de consejero vinculadas a la estabilidad en la posición dominical, que como mínimo cuestionan la efectividad del *juicio de mercado* en el que presuntamente radicaría la efectividad de la incorporación voluntaria de las recomendaciones de buen gobierno corporativo.

II. LA DURACIÓN DEL CARGO DE CONSEJERO: DETERMINACIÓN Y ALCANCE

Resulta evidente que la nueva LSA ha querido afirmar con rotundidad la temporalidad del cargo de administrador, exigiendo la constancia en los estatutos de su duración y prohibiendo que ésta pueda superar los cinco años, sin perjuicio de la reelección indefinida por iguales períodos máximos [arts. 9.h) y 126 LSA]. Este posicionamiento normativo ofrece, al menos, la ventaja incuestionable de acabar con la confusión existente bajo la LSA de 1951 ⁽⁶⁾ que, al no formular expresamente la temporalidad del cargo de administrador, dio lugar a interpretaciones contrapuestas y consintió (conforme a la orientación más consolidada de la DGRN), la incorporación a los estatutos de sociedades anónimas de cláusulas de designación de administradores por tiempo indefinido ⁽⁷⁾.

Además, la solución del Derecho vigente resulta preferible por ser más coherente con la temporalidad implícita en el principio de libre revocación de los administradores, y con la exigencia de reforzar el control de su actuación por parte de la Junta de accionistas ⁽⁸⁾. En efecto, el art. 126 LSA viene a exigir, respecto a los administradores, un pronunciamiento periódico que propicia la expresión de diversas opciones sobre la composición de la equipo gestor (facilitando, en teoría, su renovación), o al menos, buscarenovar la confianza del accionariado en los administradores actuales ⁽⁹⁾. Teniendo en cuenta el caso poder de iniciativa y decisión autónomas, que corresponde en la práctica a las Juntas generales de las sociedades anónimas de ciertas dimensiones, de admitirse el nombramiento por tiempo indefinido para el cargo de administrador, resultaría poco verosímil concebir un acuerdo imprevisto de revocación (con su componente sancionatorio implícito, ausente, en cambio, en la simple falta de reelección del

⁽⁶⁾ Por todos, recientemente, F. MARTÍNEZ SANZ, “Comentario al art. 126”, en ARROYO/EMBED, *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, vol. II, Madrid, 2001, p. 1315.

⁽⁷⁾ Para una exposición de los términos del debate en el Derecho anterior, vid., por todos, E. POLO, “Los administradores y el Consejo de Administración de la sociedad anónima”, en URÍA/MENÉNDEZ/OLIVENCIA (dir.), *Comentarios al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. VI, Madrid, 1992, pp. 118-120, y F. SÁNCHEZ CALERO, “Administradores”, en SÁNCHEZ CALERO (dir.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, t. IV, Madrid, 1994, pp. 84 y 85.

⁽⁸⁾ Aisladamente se han producido opiniones en contra. En este sentido, M. DE LA CÁMARA, “La administración de la sociedad anónima”, RJN, 4 (1992), pp. 51 y ss., 124, advierte de los presumibles problemas prácticos que puede ahora plantear la caducidad en el cargo de todos los consejeros.

⁽⁹⁾ MARTÍNEZ SANZ, ob. cit., p. 1315.

administrador con mandato caducado) ⁽¹⁰⁾. Este planteamiento, en cambio, no tiene por qué hacerse extensivo a las sociedades cerradas integradas por socios con mentalidad participativa. De ahí, presumiblemente, la opción del legislador de mantener la posibilidad de nombramiento de administradores con carácter indefinido en las sociedades de responsabilidad limitada, salvo criterio de los fundadores o de la Junta general expresado en los estatutos (art. 60.1 LSRL).

De las cuestiones que suscita la interpretación de los arts. 9.h) y 126 LSA, sólo se mantiene una cierta advisoria doctrinal en cuanto al alcance de la vinculación de la propia Junta general al plazo máximo de duración del cargo de administrador fijado en los estatutos. No se discute que este plazo representa un techo legal por debajo del cual podrían los estatutos fijar uno inferior, si bien parece que habría que entender implícitamente prohibidos plazos de duración demasiado breves, incompatibles con las mínimas exigencias de funcionalidad y estabilidad de la actuación gestora y con el criterio general de nombramiento por la Junta general ⁽¹¹⁾. En cambio, se cuestiona si podría la Junta general acordar el nombramiento de uno o varios administradores por un plazo inferior al fijado en los estatutos, siempre que se respete el máximo determinado por éstos. Aunque así se ha afirmado o autorizado ⁽¹²⁾ parece preferible la opinión contraria, teniendo en cuenta, aparte de motivaciones de seguridad y certeza, la exigencia legal de constancia estatutaria de la duración del cargo [art. 9.h) LSA], y la sujeción de la Junta general a las prescripciones de los estatutos bajo sanción de anulabilidad de los acuerdos ordinarios contrarios a ellos (art. 115. 1 y 2 LSA) ⁽¹³⁾. La reserva estatutaria a la hora de determinar la duración del cargo de administrador (en términos, por tanto, de máximo-mínimo o plazo necesario), se ha defendido también con respecto a la SRL, llegándose incluso a afirmar la imposibilidad de que los estatutos habiliten expresamente a la Junta general para determinar, por debajo del plazo estatutario, la duración del cargo de administrador ⁽¹⁴⁾.

Para acabar de centrar las cuestiones que atañen al supuesto que nos ocupa, conviene decir que el plazo de duración máximo de cinco años que establece el art. 126 LSA parece razonable también a la luz de las actuales propuestas en el

(10) MARTÍNEZ SANZ, ob. y loc. ult. cit.

(11) En esta línea, SÁNCHEZ CALERO, *Administradores*, cit., p. 88, propone como término mínimo estatutario el de un año.

(12) SÁNCHEZ CALERO, ob. ult. cit., pp. 90 y 93.

(13) MARTÍNEZ SANZ, "Comentario", cit., p. 1316.

(14) En este sentido, vid. J. QUIJANO, "Principales aspectos del estatuto jurídico de los administradores: nombramiento, duración, retribución, conflicto de intereses, separación; los suplentes", en VV.AA., *La reforma del Derecho de sociedades de responsabilidad limitada*, RdS, núm. extr., 1994, pp. 407 y ss., 415.

marco del debate sobre el *gobierno corporativo*. El tema de la duración aconsejable del cargo de administrador no ha merecido, ciertamente, una especial atención por parte de la Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las sociedades cotizadas, sin que figure consideración alguna a este respecto ni en el *Informe Olivencia*, ni entre las recomendaciones contenidas en el CBG. Por su parte, el Reglamento Tipo aprobado por la CNMV tampoco hace ninguna referencia a este extremo, lo que resulta coherente con la reserva estatutaria para la regulación de la duración del cargo. No es ésta, obviamente, una cuestión que pueda confiarse a la potestad autorreguladora del Consejo (ex art. 141 LSA), de manera que respecto a ello no se fundamenta la crítica de haberse excedido el Reglamento Tipo (y el Informe y Código que lo inspiran) a la hora de sugerir la incorporación por este cauce de medidas que, por afectar a la composición cualitativa del Consejo de administración (en particular, respecto a las condiciones de acceso al cargo y de permanencia en el mismo...) quedan reservadas explícita o implícitamente por la LSA a la normación estatutaria ⁽¹⁵⁾.

En alguno de los documentos más influyentes sobre el gobierno corporativo sí existen recomendaciones explícitas respecto a la duración del cargo de consejero, formuladas en términos de exigencia de reelección periódica por parte de la Junta general. Concretamente, el *Informe Hampe* recomienda que se exija a todos los consejeros someterse a la reelección periódicamente, como mínimo, cada tres años, para promover así la eficacia del Consejo y reconocer los derechos inherentes a los accionistas (*Informe Hampe*, Principios del gobierno corporativo, VI). Esta recomendación resulta más explícita y tiene un alcance más unitario que las precedentes del *Informe Cadbury*: en éste, se aconsejaba la duración limitada de todos los consejeros, sin reelección automática de los no ejecutivos, y se cifraba en no más de tres años la duración recomendable de los contratos de prestación de servicios de los consejeros ejecutivos (*Código de la Mejor Práctica*, 2.3 y 3.1).

Otras cuestiones relativas a la duración del cargo de administrador, que suscitan algunas dudas interpretativas e interesantes problemas prácticos, y a las que en parte atiende la normativa del Registro mercantil, no son objeto de la Resolución comentada y no habrán, por consiguiente, de ocupar nuestra aten-

(15) En este sentido, vid. G. ESTEBAN VELASCO, "La renovación de la estructura de la administración en el marco del debate sobre el gobierno corporativo", en ESTEBAN VELASCO (coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, 1999, pp. 137 y ss., 189; en la misma obra, A. ALONSO UREBA y A. RONCERO, "Sistema de elección de los Consejeros. Comité de nombramiento", pp. 213 y ss., 242. Vid. también MARTÍNEZ SANZ, "Régimen interno y delegación de facultades en el Consejo de Administración de la sociedad anónima", en *Homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, cit., vol. II, pp. 1739 y ss., 1745.

ción. Bastarán unos apuntes para acabar de percibir el alcance de la cláusula estatutaria controvertida respecto al cómputo del plazo de duración del cargo. En ella, la fijación de plazos (recordemos, desiguales) se hace por años, que es la forma habitual y la única con la que parece contar la normativa legal y reglamentaria, hasta el punto de suscitarse el interrogante de si cabría otra fórmula para fijar la duración del cargo, concretamente de fecha a fecha ⁽¹⁶⁾. En la doctrina tampoco resulta pacífico el momento en que deba iniciarse el cómputo del plazo de duración, si en la fecha de nombramiento o en la de la aceptación del cargo por el administrador designado. La mayoría de los autores se inclinan por el primero, porque aunque ciertamente el nombramiento sólo surte efectos desde la aceptación, sólo con la primera tesis la duración efectiva del cargo se hace depender de la voluntad social y no de factores ajenos a ella ⁽¹⁷⁾. Por lo que se refiere al momento final del cómputo, el RRM ha consagrado desde 1989 el criterio de nombramiento de administradores “de junta a junta”, determinando hoy que la caducidad del mismo se produce cuando “vencido el plazo, se haya celebrado la junta general siguiente o hubiese transcurrido el término legal para la celebración de la Junta que deba resolver sobre la aprobación de cuentas del ejercicio anterior” (art. 145.1). Con la adopción de este criterio, que determina con mayor precisión el momento en que se produce la caducidad del nombramiento, se acentúa por otra parte la excepcionalidad de la figura del “administrador de hecho”, esto es, del administrador que continúa en funciones con cargo caducado sin haber sido sustituido o reelegido, al que puede reconocérsele competencia únicamente limitada a la convocatoria de la Junta general para proceder a los oportunos nombramientos ⁽¹⁸⁾.

III. LA LICITUD DE LAS CLÁUSULAS ESTATUTARIAS FIJANDO DIVERSOS PLAZOS DE DURACIÓN PARA EL CARGO DE CONSEJERO

1. Los argumentos *literalistas* del registrador mercantil

Las consideraciones realizadas hasta este momento nos permiten acotar en sus estrictos términos el tema controvertido en el supuesto sobre el que se ha

(16) A favor, SÁNCHEZ CALERO, *Administradores*, cit., p. 93; en contra, con argumentos discutibles, MARTÍNEZ SANZ, “Comentarios”, cit., p. 1317.

(17) MARTÍNEZ SANZ, ob. cit., pp. 1317-18, con abundantes referencias bibliográficas.

(18) Sobre el tema, vid. POLO, *Administradores*, cit., p. 126, y MARTÍNEZ SANZ, *Provisión de vacantes en el Consejo de Administración de la sociedad anónima (La cooptación)*, Pamplona, 1994, pp. 336-37.

pronunciado la Resolución de 26 de marzo de 2002. Este tema no es otro que la posibilidad de una modificación estatutaria que contempla plazos desiguales para la duración del cargo de los consejeros. En términos más precisos, se trata de concretar los límites a la autonomía de la voluntad de los socios, plasmada en los estatutos mediante una modificación de los mismos, sobre una cuestión que necesariamente ha de constar en ellos (la duración del cargo de administrador), y que pretende regularse en términos inhabituales (e incluso, imprevistos por la ley), pero no abiertamente contrarios al contenido imperativo más evidente del art. 126 LSA.

En efecto, la cláusula estatutaria controvertida respeta el límite máximo de duración del cargo de administrador (5 años), fijando este término como el general para el ejercicio de sus funciones por los consejeros, con la salvedad del posible (potestativo) nombramiento de algunos consejeros (sin concreción de número) por un plazo de ejercicio inferior. La cláusula se pronuncia también sobre las condiciones de acceso al cargo de estos consejeros (extracción profesional, a criterio de la Junta o del Consejo; exclusión del requisito de titularidad previa de acciones); pero no son estas condiciones, ni su vinculación con una duración del cargo más breve para los candidatos que las reúnan, lo que fundamenta la resistencia del registrador a inscribir. Aunque algunos de los argumentos esgrimidos por el abogado y el notario de la sociedad recurrente pudieran suscitar equívocos, tampoco se cuestiona que el plazo al que se refiere el art. 126 LSA sea un término máximo, por debajo del cual podrían los estatutos fijar una menor duración para el cargo de administrador. En lo que insiste el registrador, a la hora de mantener la nota de calificación negativa, es en la necesidad de una determinación estatutaria uniforme del plazo de duración del cargo de administrador, deducible del tenor del art. 126 LSA (y de los arts. 124.3 y 144 RRM) que, al referirse al “plazo en singular”, pretenden que sea único para todos los administradores designados. A mayor abundamiento, la pretensión del legislador quedaría evidenciada a través de la motivación que presumiblemente subyace a ciertas modificaciones legales y reglamentarias, suprimiendo previsiones anteriores que propiciaban la desigual duración de los consejeros en el ejercicio de sus funciones. Concretamente, la exigencia implícita de uniformidad en el plazo para el ejercicio del cargo resultaría de haberse suprimido: la necesaria renovación parcial del Consejo, conforme al art. 73 de la LSA de 1951; la posibilidad, admitida en el art. 144 RRM de 1989, de nombrar a un administrador sin fijación de plazo; y el inciso conforme al cual la designación de un administrador por la Junta para cubrir una vacante anticipada se haría para el período pendiente de cumplir por el administrador cesante (art. 144.3, segundo párrafo, del RRM de 1989). Y en definitiva, viene a concluir el registrador, la posibilidad de que la Junta general acuerde en cualquier momento cesar a los administradores (art. 131 LSA), lejos de interpretarse en el sentido que pretende la recurrente (como posibilidad de nombramientos por cualquier

plazo, respetando el máximo legal de cinco años), hace innecesaria una cláusula que fija para algunos administradores un plazo inferior al general.

La argumentación del registrador no destaca por su especial solidez. Sus consideraciones más parecen motivadas por la perplejidad que suscita la novedad del supuesto y la natural tendencia a insistir en la postura previamente mantenida, que por una ponderación cuidadosa de los argumentos interpretativos que podrían traerse al caso, y ello a pesar de que las alegaciones del abogado de la recurrente propiciaban un mayor espectro especulativo. No parece suficiente, en efecto, frente al impresionante argumento del reconocimiento legal de la autonomía estatutaria para atender a intereses legítimos y motivaciones prácticas reconocibles, con los únicos límites deducidos del art. 10 LSA, oponer que aquello con lo que no ha contado la Ley (ni el Reglamento del Registro mercantil, aunque el rango normativo de éste no contribuye a reforzar la argumentación), ni ha permitido expresamente, como hubiera podido hacerlo, ha de entenderse vedado a los estatutos. El art. 126 LSA, y las normas reglamentarias concordantes se refieren, en efecto, al plazo para la designación del cargo de consejero con un sentido unitario, singular (y no plural). Pero se echa a faltar, en las motivaciones aducidas por el registrador, una labor de aislamiento o concreción (fundamentada) del núcleo imperativo de la norma (que en la opinión más pacífica, se cifra en el límite máximo de cinco años para la duración del cargo estatutariamente fijado), y de sus eventuales aspectos dispositivos.

2. Autonomía de la voluntad, normas imperativas y principios configuradores de la S.A.

La confrontación de los argumentos de la sociedad recurrente y del registrador producen la impresión de situarse el supuesto planteado en el conflictivo ámbito donde se decide, empleando los términos de una autorizada y acébre aportación doctrinal, la manera de entender y de hacer (porque las orientaciones registrales “hacen” Derecho, para supuestos imprevistos o deficientemente regulados) el Derecho de sociedades ⁽¹⁹⁾. Presumiblemente, el registrador en este supuesto no es ajeno a los “prejuicios” que han venido a consagrar un modelo societario que, siguiendo el mismo discurso doctrinal, cabría denominar de *imperatividad de fondo* o imperatividad difusa, recortado sobre un enfoque o *paradigma institucional* tradicional y revisable, incluso *de lege lata*, siempre que los encargados de la interpretación y aplicación del Derecho entronicen, como criterio directivo, la voluntad de las partes que pretenden encauzar sus

(19) Vid. C. PAZ-ARES, “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de sociedades?”, en PAZ-ARES (coord.), *Tratando de la Sociedad Limitada*, Madrid, 1997, pp. 162 y ss.

intereses y no la voluntad del legislador (entendida como expresión abreviada de los valores y fines que encarna el tipo normativo) ⁽²⁰⁾. Sin que proceda entrar aquí en el debate sobre la comprensión global de la arquitectura societaria en que se mueven estas reflexiones, creo que bastará con recordar que la cuestión del alcance de la autonomía de la voluntad plasmada en los estatutos, lejos de plantear un problema en clave filosófica o cuya solución se confía al voluntarismo de los encargados de la aplicación del Derecho, es un problema que la propia ley exige resolver con arreglo a parámetros jurídicos, más o menos precisos (la oposición a la ley y a los principios configuradores de la S.A.), pero cuya concreción en cada supuesto exige un empleo aquilatado de los criterios interpretativos generales (el respeto a la literalidad de las normas, considerando su contexto normativo, sus antecedentes históricos y legislativos, y la realidad social del tiempo en que ha de ser aplicadas, atendiendo fundamentalmente a su teleología, art. 3.1 Cciv.).

Aparentemente, el art. 10 de la LSA, cuando limita la autonomía de la voluntad de los socios plasmada en los estatutos originarios, o en posteriores modificaciones ⁽²¹⁾, exige confrontar la conformidad de las cláusulas estatutarias con dos parámetros jurídicos de adecuación (relativamente) diferenciados: el respeto a la ley, y a los principios configuradores de la S.A. El indiscriminado reclamo a “la ley” debe ser moderado, en la línea ya sostenida por la doctrina que interpretaba el Derecho anterior (art. 11, 5.º LSA 1951, que refería la autonomía de la voluntad a la escritura social, con el único límite de “lo dispuesto en la Ley”), considerando que la ley que limita la autonomía de la voluntad es aquella que por su explícito rigor o el carácter indisponible de los intereses que tutela no admite ser enervada: esto es, las normas imperativas o de Derecho necesario ⁽²²⁾. Pero lo que ahora interesa destacar es que la indagación en el sentido y alcance de los dos parámetros que emplea el art. 10 para acotar el

(20) PAZ-ARES, ob. cit., p. 104.

(21) Resulta pacífica la idea de que el art. 10 LSA debe entenderse aplicable no sólo en el momento constitutivo, sino a lo largo de toda la vida social (y por tanto, cuando pretendan modificarse los estatutos): J. DUQUE, “Escritura, estatutos y límites a la libertad estatutaria en la fundación de sociedades anónimas”, en VV.AA., *Derecho de sociedades anónimas*, I, *La fundación*, Madrid, 1992, pp. 15 y ss., 106 y 107, y L. VELASCO SAN PEDRO, “Acciones propias e igualdad de los accionistas”, *RdS*, 2 (1994), pp. 9 y ss., 20-21.

(22) Por todos, en este sentido, vid. VELASCO SAN PEDRO, “Comentario al art. 10”, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), *Comentarios a la LSA*, t. I, *Disposiciones generales, fundación de la sociedad y aportaciones*, Madrid, 1997, p. 321. Resulta también evidente que el art. 10 LSA representa una concreción para el Derecho de las sociedades anónimas del principio más general que en el ámbito negocial consagra el art. 1255 Cciv., por lo que al límite deducido de la confrontación con la ley (imperativa), hay que añadir el del respeto a la moral y el orden público.

alcance de la autonomía de la voluntad revela la íntima relación entre ellos, si es que no se quiere convertir a los imprecisos “principios configuradores” en una entelequia que integre un supuesto “Derecho filosófico de las sociedades anónimas”⁽²³⁾, identificándolos con valores e intereses de la vida económica sin concreción en la disciplina positiva de la SA⁽²⁴⁾. Tanto si se entiende que mediante el reclamo a los principios configuradores se está atrayendo el método de reflexión tipológica para la captación de una realidad societaria que se muestra, no acotada y definida como una suma cerrada de un número finito de características (y por tanto, no como una realidad subsumible en un concepto abstracto), sino como un conjunto dinámico de elementos graduables con coherencia interna⁽²⁵⁾, como si se considera que los “principios configuradores de la S.A.” participan de la naturaleza de los “principios generales” informadores del Derecho positivo a los que se refiere el art. 1.4 Cciv.⁽²⁶⁾, hay que concluir que estamos ante reglas implícitas en el conjunto de las disposiciones que disciplinan la SA. De manera que el mérito del reclamo a los principios configuradores en el art. 10 LSA radicaría en haber llamado la atención de que por ‘ley’ hay que entender no sólo las normas aisladas, que ordenan tal o cual cosa, con tal o cual consecuencia jurídica (lo que dicen expresamente ‘las leyes’), sino el conjunto del ordenamiento jurídico, del que resultan otros requerimientos no plasmados en una disposición concreta⁽²⁷⁾; y en definitiva, en recordar oportunamente (tratándose de un fenómeno donde la composición de intereses puede resultar tan compleja y proteica) que las normas deben entenderse y aplicarse, no sólo literal y aisladamente, sino en su contexto, atendiendo a los fines que pueden lograrse mediante la adopción del tipo S.A. y a la realidad (a la variable tipología empírica) a la que pretenden aplicarse. Por lo demás, un repaso a los intentos doctrinales de concreción de los principios configuradores de la S.A., a la vista de los supuestos problemáticos que ha ido ofreciendo la práctica, deja ver que la cuestión de la duración dispar del cargo de administrador no se cuenta entre las reconociblemente “sensibles”⁽²⁸⁾.

(23) VELASCO, “Acciones propias”, cit., pp. 19-20.

(24) DUQUE, ob. cit., p. 107.

(25) DUQUE, ob. cit., pp. 100 y 101.

(26) DUQUE, p. 107, y VELASCO, ob. ult. cit., p. 20.

(27) VELASCO, “Acciones propias”, cit., p. 19.

(28) Las iniciativas doctrinales de concreción de los principios configuradores parten de los rasgos del tipo social enunciados en el art. 1 LSA. La integración del capital por las aportaciones y su división en acciones, y la ausencia de responsabilidad personal de los socios, figurarían en este catálogo, aunque por otro lado resulta problemático aislar estos “dogmas” tipológicos como principios configuradores y no, simplemente, como normas legales de carác-

Las anteriores reflexiones resultan oportunas, para poner de relieve la debilidad (la estrechez) de un planteamiento que pretenda que allí donde una norma aislada de la LSA no prevé una configuración alternativa del aspecto regulado, sin prohibirla expresamente, y sin que resulte evidente que la norma en cuestión tutela intereses indisponibles a través de las determinaciones colectivas plasmadas en los estatutos, pueda deducirse sin más la presencia de una disposición rigurosamente imperativa ⁽²⁹⁾. Si algo parece mostrar la trayectoria histórico-legislativa del art. 126 LSA es que esa norma ha pretendido hacer expreso un “principio” (¿configurador?) que la LSA no explicitaba (o no en los términos y con las consecuencias actuales), como es el de la temporalidad del cargo de administrador, deducida del diseño legal de relaciones orgánicas (su-

ter necesario (en este sentido DUQUE, “Escritura, estatutos”, cit., pp. 95 y 96, y J.M. EMBID y F. MARTÍNEZ SANZ, “Libertad de configuración estatutaria en el Derecho español de sociedades de capital”, RdS, 7 (1996), pp. 11 y ss., 19. Parecidas dificultades de adscripción plantean los llamados principios del capital social (VELASCO, “Comentario”, cit., p. 323). Otros supuestos se relacionan con la intangibilidad de los derechos esenciales de los socios, con el reparto interorgánico de competencias, y con la preservación del principio mayoritario frente a los intentos de “personalizar” la SA (sin embargo, la RDGRN de 13-1-1994 consideró compatible con los principios configuradores un reforzamiento del quórum constitutivo de la Junta, que exigía la concurrencia de un cierto número de socios). En esta línea, se han señalado como principios configuradores la igualdad de trato (VELASCO, “Acciones propias”, cit., p. 22), y la exigencia de compensar económicamente al accionista a cambio de la privación del derecho de voto (SÁNCHEZ ANDRÉS, *La acción y los derechos del accionista*, en *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, cit., t. IV, vol. 1.º, Madrid, 1994, 148). Con respecto a otros supuestos y referencias bibliográficas, pueden verse F. VICENT CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, 14.ª ed., Valencia, 2001, p. 260-61; GARRIDO DE PALMA, “Autonomía de la voluntad y principios configuradores. Su problemática en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada”, en *Estudios en homenaje a A. Menéndez*, Madrid, 1996, II, pp. 1867 y ss., 1876 y 1877, y MIQUEL RODRÍGUEZ, “Comentario al art. 10”, en ARROYO/EMBED, *Comentarios*, cit., vol. I, pp. 138 y 139.

(29) Esta concepción vendría a confirmar el pronóstico avanzado por ciertos autores sobre los riesgos de una posible aplicación perniciosa del reclamo legal a los principios configuradores, que los transformaría en una “coartada para limitar la versatilidad organizacional de las fuerzas del mercado y evitar que se consoliden los arreglos contractuales que no se acompañan con las ideas y prejuicios doctrinales”, todo ello en un ámbito argumental que propicia la inseguridad, elude la fundamentación de la decisión y recurre a “la intuición, el decisionismo e incluso la mera irracionalidad” (PAZ-ARES, “¿Cómo entendemos...?”, cit., p. 194). Vid. también GARRIDO DE PALMA, “Autonomía de la voluntad”, cit., p. 1875, para quien aunque el art. 10 LSA ofrece una máxima de difícil concreción efectiva, el reconocimiento de la autonomía de la voluntad en el ámbito de las sociedades de capital permite deducir que está permitido, en principio, todo lo que no está expresamente prohibido (concorde, VICENT CHULIÁ, *Introducción*, cit., p. 260). También VELASCO, “Comentario al art. 10”, cit., pp. 321-322, aprecia el riesgo de que la inseguridad de la noción de los principios configuradores conduzca a una “suerte de ‘petrificación’ del tipo sociedad anónima, en torno a sus finalidades típicas o más comunes en la práctica, frente a una presumible configuración del tipo como una estructura neutra de carácter abierto.”

misión a la potestad de nombramiento y revocación de la Junta general, como órgano que agrupa a los *propietarios* del capital sobre cuya inversión deben responder los administradores). Como hemos visto al tratar de la duración del cargo en el epígrafe anterior, el único límite deducible del contexto normativo del art. 126, a la hora de determinar plazos inferiores al máximo imperativo de cinco años, viene dado por la necesidad de salvaguardar un mínimo de estabilidad que garantice el ejercicio del cargo conforme a los parámetros legales (con diligencia, autonomía y responsabilidad), y la efectividad de la competencia de nombramiento de la Junta general, órgano cuya celebración sólo impone la ley con periodicidad anual. La cláusula estatutaria controvertida, al fijar plazos de duración del cargo de cinco y de dos años, respeta ese criterio implícito que (presumiblemente) exigía el nombramiento por un período mínimo de un año.

Ciertamente, la LSA no ha contado con una fijación en los estatutos de plazos desiguales para el ejercicio del cargo, en el supuesto de varios administradores (y concretamente, de configurarse el órgano como Consejo de administración). Ello no debería extrañar tanto, si pensamos que el art. 126 LSA figura entre las normas generales (y abstractas) que configuran el estatuto jurídico unitario del administrador. No faltan supuestos próximos donde la aparente uniformidad en el tenor de las normas no ha impedido tratamientos diferenciados y flexibles, como sucede respecto a la retribución de los administradores, a la que el art. 130 también se refiere en singular (“retribución” y no “retribuciones”), y cuya posible —y frecuente— desigualdad no plantea problemas siempre que los estatutos destruyan la presunción (implícita en la ley, y expresa en el art. 124.3 RRM) de igualdad retributiva⁽³⁰⁾. Respecto a este supuesto, nadie pone en duda las evidentes razones prácticas y la legitimidad de las motivaciones que exigen un tratamiento retributivo desigual en favor de los administradores que desempeñen cargos ejecutivos (en particular, Presidentes y Consejeros Delegados). Tampoco faltan motivaciones de esta naturaleza en favor de una breve duración del cargo de los consejeros independientes, y que pueden no concurrir en otros consejeros (en particular, los ejecutivos). Al respecto, baste con recordar que el *Informe Cadbury* aconseja que la reelección de estos consejeros no sea automática (*Código de la Mejor Práctica*, 2.3), y que el *Informe Olivencia*, sin considerar “oportuna una recomendación tan drástica”, sí se hace eco del argumento de que una permanencia dilatada en el cargo aumenta el riesgo de debilitar la independencia de criterio en la que se cifra la contribución de los consejeros independientes al gobierno de las sociedades cotizadas (*Informe*, 5.4).

Desde un enfoque más general, tampoco parece conciliable con el sentido y alcance de la autonomía de la voluntad consagrada en el art. 10 LSA el

(30) Por todos, SÁNCHEZ CALERO, *Administradores*, cit., p. 130.

argumento conforme al cual el apartamiento por los estatutos del diseño legal necesite de una habilitación expresa (una cláusula de salvedad), incluso tratándose de aspectos respecto a los que no se evidencia la imperatividad de la previsión normativa. Ciertamente, la abundancia, en nuestras leyes reguladoras de las sociedades de capital, de estas cláusulas de salvedad plantea el delicado problema interpretativo de saber si, *a contrario*, las normas que no contengan la referida salvedad han de entenderse, por ese solo hecho, de Derecho necesario ⁽³¹⁾. Este argumento *a contrario* parece, sin embargo, excesivamente simplista, sino se acompaña, cada vez que pretenda dilucidarse el carácter imperativo o dispositivo de una norma legal no evidenciado por su tenor literal (porque la norma no contenga, en el aspecto controvertido, un mandato o prohibición terminante), de una indagación en los intereses tutelados por ella y de su importancia en la organización y funcionamiento de la sociedad ⁽³²⁾.

El argumento “literalista” en el que el registrador mercantil, en el supuesto analizado, fundalanegativa a inscribir podría, abuen seguro, haberse enriquecido con otras consideraciones (propiciadas, además, por las alegaciones expuestas para fundamentar el recurso a la calificación) que no conviene pasar por alto. Evidentemente, el relieve externo de la actuación de los administradores exige que el plazo de duración, como había afirmado el propio registrador, conste claramente en los estatutos a efectos de que los terceros sepan a qué atenerse respecto a la subsistencia de las facultades representativas de los administradores, puesto que el Consejo en pleno conserva el ámbito de representación orgánica sin perjuicio de las delegaciones a título individual o conjunto [art. 124.2.d) RRM]. Ahora bien, la subsistencia de las facultades representativas es un extremo verificable no sólo atendiendo al plazo de duración fijado estatutariamente, sino en particular a las menciones sobre la inscripción del nombramiento de

(31) EMBID/MARTÍNEZ SANZ, “Libertad de configuración”, cit., pp. 16-17.

(32) Para PAZ-ARES, “¿Cómo entendemos?”, cit., esp. p. 196, el argumento resultaría de concebir a la libertad contractual como un poder concedido y vigilado, en términos similares a los deducibles del principio de rigor estatutario consagrado explícitamente por el § 23.5 de la *Aktiengesetz* alemana (pero no por nuestro art. 10 LSA). Como se sabe, aquella norma, que ha contribuido decisivamente a la rigidez del tipo normativo de la S.A. en Alemania, opuesto a la tradicional “polivalencia funcional” de la misma en los Derechos latinos, el nuestro entre ellos (al respecto, por todos, A. ROJO, “La sociedad anónima como problema”, en VV. AA., *¿Sociedad anónima o sociedad de responsabilidad limitada? La cuestión tipológica*, Madrid, 1992, pp. 75 y ss., esp. 79-85) sólo consiente a los estatutos apartarse de una norma de la *Aktiengesetz* cuando ésta expresamente lo autorice, con la salvedad de las disposiciones estatutarias complementarias no prohibidas. Parecen asimilar el alcance del art. 10 LSA al del § 23.5 *Aktiengesetz* EMBID/MARTÍNEZ SANZ, ob. cit., p. 17, cuando afirman que el primero debiera servir “más que para indagar la posibilidad de introducir cláusulas alternativas o sustitutorias a las normas legales, para introducir en los estatutos cláusulas complementarias respecto a lo dispuesto en la Ley”.

cada administrador. Y si ciertamente el art. 144 RRM, con respecto al plazo para el ejercicio del cargo, reitera la dicción del art. 126 LSA, al exigir que en la inscripción del nombramiento de los administradores se indique “el plazo” (en singular) para el que, de acuerdo con las normas legales y estatutarias, hubiesen sido designados, el art. 138, respecto a las circunstancias de la inscripción del nombramiento, exige singularizadamente que conste “la identidad de los nombrados, la fecha del nombramiento así como el plazo y el cargo para el que, en su caso, hubiesen sido nombrado el miembro del Consejo de administración”. Estas previsiones garantizan suficientemente que la puesta en práctica de la cláusula controvertida no plantee problemas de seguridad del tráfico, o al menos no diferentes que los que pueden suscitar otros supuestos claramente amparados por la ley, como la revocación de un consejero por la Junta en cualquier momento, o la renovación derivada del ejercicio de la facultad de cooptación (y en general, como argumento recurrente, en todos aquellos “supuestos habituales en los que, coincidiendo los plazos de duración, las fechas de caducidad son diversas al ser distintas las fechas de nombramiento”, HECHOS, III).

Una última consideración que merece mencionarse es que la diversidad en el plazo de duración del cargo no afecta (al menos, formalmente) al estatuto jurídico unitario del administrador, entendido como conjunto de facultades y deberes funcionalmente orientados al ejercicio del cargo conforme a los estándares de conducta (y de responsabilidad) exigibles a los integrantes del órgano único de administración que regula la LSA. Como argumenta la sociedad recurrente, en los términos que recogen los HECHOS (III) de la propia Resolución, “la distinta duración de los cargos de los miembros del Consejo no desvirtúa la homogeneidad entre los mismos en relación con sus atribuciones, competencias y derecho de voto, por lo que la menor duración no disminuye la plenitud en el ejercicio del cargo”. El argumento, insisto, es formalmente impecable. Cosa distinta es el papel que efectivamente se reserve a los consejeros independientes en las decisiones o funciones confiadas al Consejo. Pero éste es un planteamiento que corresponde a otro plano valorativo, que afrontaremos en el siguiente epígrafe.

IV. EL ESTATUTO JURÍDICO DE LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES

1. Sus condiciones de elegibilidad diferenciadas, en el seno de un Consejo “blindado”

La modificación estatutaria objeto de la Resolución introduce dos singularidades en el estatuto jurídico de ciertos consejeros de BANKINTER, S.A., respecto a los demás. La primera es la controvertida menor duración de sus

cargos. La segunda, que viene a dar sentido a la anterior, y si atendemos a la argumentación del Centro Directivo, a legitimarla (a evidenciar la licitud de las motivaciones prácticas que la inspiran) es el diseño de un “perfil” cualitativo singular para el acceso al cargo de estos consejeros. El perfil incorpora condiciones que habilitan a los elegibles para el cargo (tratarse de “profesionales de singular relieve, a criterio de la Junta general o del Consejo de Administración”), y exime de otras cualidades exigidas al común de los consejeros. Concretamente, estos consejeros “quedarán excluidos del requisito de la titularidad previa de acciones”. No me parece intrascendente que el “requisito” así aludido configure una de las “cláusulas de blindaje” habituales en nuestras sociedades cotizadas. En este caso se trata de que para ser consejero se precisa, salvo propuesta unánime por parte del Consejo de administración, haber sido titular de un número no inferior a treinta mil acciones de la sociedad durante, al menos, los tres últimos años anteriores a la designación ⁽³³⁾.

No pretendemos hacer aquí una aportación al muy actual debate sobre la admisibilidad de las cláusulas de blindaje societario (o medidas defensivas frente a las tomas de control) que, como se sabe, ofrecen múltiples variantes y pueden responder, a intereses legítimos (al menos, desde una óptica estricta de Derecho de sociedades) ⁽³⁴⁾. Bastará con apuntar que la compatibilidad de estas

(33) A esta previsión hay que añadir el requisito específicamente requerido para ser nombrado Presidente: haber formado parte del Consejo de administración durante al menos, los cinco últimos años anteriores a la designación, salvo que ésta se lleve a cabo por acuerdo unánime de todos los miembros del Consejo. Estos datos, como los que en general emplearemos sobre la entidad y que no vienen reseñados en la Resolución comentada, constan en el Informe sobre el gobierno de las entidades cotizadas, que ha cumplimentado BANKINTER, S.A., y remitido a la CNMV, con respecto al ejercicio 2002. Los datos sobre la composición de Consejo incluidos en el Informe son los procedentes a partir de 20 de marzo de 2002. El Informe resulta accesible al público través de la *web* de la CNMV.

(34) Resulta evidente que la práctica registral ha consentido la incorporación a los estatutos de sociedades anónimas de estas cláusulas, pese a las reticencias que en la doctrina suscita su admisibilidad, tanto *de lege lata* como, en términos más realistas, de cara al establecimiento de un futuro estatuto jurídico de las sociedades cotizadas (desde esta óptica, aboga por la prohibición de una de las cláusulas más habituales SÁNCHEZ CALERO, *La sociedad cotizada en Bolsa*, cit., pp. 133-34). La incompatibilidad de estas cláusulas con los principios que inspiran la tutela institucional del inversor a través del mercado de valores, a despecho de su aparente licitud desde un prisma societario, lleva a A. SÁNCHEZ, “Las cláusulas de ‘blindaje societario’ con especial referencia a las sociedades cotizadas”, AAMN, XXXIII, Madrid, 1994, pp. 29 y ss., esp. 38-43, a considerarlas supuestos de fraude de ley, cuya adopción debería causar, al menos, la salida de la Bolsa de la sociedad que las incorpora. El desfavor con que en el ámbito europeo se contemplan estas cláusulas queda evidenciado a través del Informe del Grupo de Alto Nivel de expertos en Derecho de sociedades sobre las cuestiones que atañen a las ofertas públicas de adquisición (Bruselas, 10 de enero de 2002), que ha recibido de la

cláusulas con el espíritu de las recomendaciones sobre el buen gobierno (en el caso español no se ha producido un pronunciamiento explícito respecto a ellas), resulta, cuanto menos, cuestionable ⁽³⁵⁾. Si se confía al mercado de capitales la eficacia de estas recomendaciones, a través de la presión sobre la cotización de las acciones del juicio (favorable o desfavorable) que merecen las medidas organizativas para un control eficaz de los ejecutivos, en un contexto institucional de promoción (en aras a la tutela del inversor) de un mercado de control corporativo, es porque se presume o pretende la permeabilidad de las sociedades cotizadas a la acción de las fuerzas del mercado ⁽³⁶⁾. Y parece evidente que

Comisión Europea el encargo de proporcionar un dictamen independiente sobre la adopción de normas comunes relativas a las OPAs y seguidamente, sobre las prioridades a considerar con vistas a modernizar el Derecho europeo de sociedades. En el Informe, el Grupo de Alto Nivel recomienda, por una parte, la máxima transparencia sobre la estructura del capital y del control de las sociedades cotizadas, y por otra, la adopción de reglas que permitan al autor de una OPA exitosa (que haya adquirido, al menos, el 75% del capital que soporta el riesgo último) “neutralizar” (esto es, sustraerse a los efectos de) los mecanismos defensivos frente a las tomas de control previstos en los estatutos, que resulten contrarios a las dos condiciones o principios básicos que deben orientar el régimen de las OPAs: que corresponde a los accionistas la decisión última sobre el éxito de una OPA, y que el control ejercido por un accionista debe ser proporcional al riesgo que soporta (Resumen de observaciones y recomendaciones presentadas por el Grupo de Alto Nivel, I.4 a I.7). Resulta también interesante el Anexo 4, que contiene una lista de los principales obstáculos a las OPAs en el ámbito europeo, en la que figura, en el apartado correspondiente a los “Obstáculos al ejercicio del control a nivel del Consejo de administración”, la existencia de condiciones de elegibilidad (por ejemplo, posesión previa de una participación durante un período dado).

⁽³⁵⁾ En el mismo sentido, ESTEBAN VELASCO, ob. cit., p. 185.

⁽³⁶⁾ La proliferación de cláusulas de blindaje en nuestras sociedades cotizadas, con ejemplos significativos entre las pioneras en la incorporación de las recomendaciones sobre el buen gobierno, es uno de los factores que cimienta la desconfianza en la eficacia de las fuerzas de mercado para garantizar el cumplimiento voluntario de aquellas recomendaciones, no sólo entre buena parte de nuestra doctrina, sino también entre los analistas del mercado. Acontecimientos recientes y suficientemente conocidos han suscitado la siguiente reflexión: “En las tres cuartas partes de los valores que cotizan en el mercado continuo es imposible que prospere una OPA sin la anuencia previa del consejo de administración. La estructura de la propiedad (...) las limitaciones para asistir a las Juntas generales, los topes de voto con independencia del número de títulos que se posean, los requisitos que se exigen para entrar a formar parte de los consejos de administración y las mayorías reforzadas que se han introducido para aprobar el cambio de estatutos (...) junto al derecho de veto que se ha reservado el Gobierno en empresas privatizadas (...) explican la ausencia de ofertas de adquisición inamistosas en el mercado español... ¿Qué hay de hostil para un accionista en recibir más dinero por sus acciones que el que le ofrecen en Bolsa? De hecho, con las medidas de blindaje y la restrictiva legislación vigente, se ha logrado que las OPA hayan sido en España tres veces menos rentables para el pequeño inversor que en los países anglosajones” (Carlos GÓMEZ, *El País Negocios*, 2 de junio de 2002). En el mismo artículo se afirma que “el Código Olivencia sobre el buen Gobierno de las empresas, a los tres años de su promulgación, ha sido asumido más como una operación de imagen por las sociedades cotizadas que como una pauta de conducta estricta”. Claro está que

esta permeabilidad se ve comprometida con la existencia de trabas a la representatividad, en la Junta o en el Consejo, de la composición actual del accionariado, eventualmente alterada mediante un desplazamiento en la titularidad de paquetes significativos. Las medidas defensivas frente a tomas de control hostiles tampoco parecen conciliables con la creación de valor para el accionista como criterio que condensa los fines que ha de perseguir la gestión de las sociedades cotizadas (expresamente asumido, entre otros, por el *Informe Olivencia*, 1.3).

Más allá de estas consideraciones generales, valdría la pena descender un poco más para reflexionar sobre la compatibilidad de ciertas cláusulas de blindaje con determinadas recomendaciones sobre el buen gobierno. En particular, por lo que ahora nos ocupa, parece paradójico pretender la incorporación a los Consejos, en un número significativo, de consejeros independientes, representantes presumibles del “capital fluctuante” o “flotante”, en circunstancias (derivadas de la composición cualitativa del Consejo de que se trate, conforme a los estatutos y reglamentos) que de hecho impiden que la representatividad de estos consejeros pueda corresponderse en cada momento con la *fluctuabilidad* del capital disperso. Ciertamente, no se pretende de los consejeros independientes una *representatividad* en términos jurídicos, como la que se produce en el supuesto de designación de consejeros por el sistema proporcional, sino una representatividad que tiene mucho de metáfora y que entraña la paradoja de fundar su presumible eficacia, entre otras circunstancias designo positivo (vinculadas a la motivación de preservar el prestigio profesional, fundamentalmente), en la inexistencia de vínculos estables con el accionariado cuyos intereses tratan de hacerse presentes e influyentes en el Consejo.

Desde cualquiera de estos puntos de vista, tanto si se pretende una cierta *representatividad* efectiva del accionariado fluctuante (lo que como mínimo exigiría, en la línea de CBG, una correlación porcentual entre éste y el número de los independientes en el Consejo), como si se procura la inexistencia de vínculos dominicales estables como garantía de independencia, me parece preferible desvincular la elegibilidad de los consejeros independientes de las condiciones de acceso al cargo de otros consejeros (ejecutivos, o externos dominicales), cuando éstas exijan la titularidad de un cierto número de acciones o/y una cierta antigüedad en la condición de accionista (me atrevería a presumir, muy superior a la habitual entre los accionistas con mentalidad puramente inversora).

no faltan autorizadas opiniones que, sin defender la “bondad” (o “eficiencia”) intrínseca de las medidas de blindaje, reclaman una consideración más matizada de sus presuntos efectos perversos (sobre todo, en función de la estructura de poder de cada sociedad), partiendo del escaso desfavor, en términos de valor de cotización, con que el mercado reacciona a la incorporación de estas medidas: vid. recientemente PAZ-ARES, “Jekill, Hyde y los blindajes antiopa” (en *Expansión* de 22 de junio de 2002).

Cierto que ninguna de estas condiciones comprometen *per se* las cualidades de aptitud y desvinculación de las posiciones accionariales significativas, en que se cifra la aportación de los independientes a la función supervisora del Consejo. Pero sin duda, eximir de tales condiciones a estos consejeros parece más congruente con su función de portavoces de los intereses del accionariado fluctuante, sin ningún pronóstico ni incentivo previo para mantener dilatadamente su posición accionarial en una sociedad que cotiza en el mercado continuo (respecto a la que, contrariamente, la posibilidad de una *desinversión* inmediata constituye un incentivo poderoso para decidir la colocación de sus ahorros).

Desde esta óptica, y desde el juicio desfavorable que merece la existencia de cláusulas de blindaje, parece saludable que la modificación estatutaria de la que se ocupa la Resolución de 26 de marzo de este año elimine para ciertos consejeros el requisito de elegibilidad consistente en la titularidad previa de un cierto número de acciones. También hay que valorar positivamente la pretensión de dar cobertura estatutaria a la figura del consejero independiente, ya que las condiciones de acceso al cargo, como las demás que afectan a la composición cualitativa del Consejo, no podrían ser adecuadamente reguladas (esto es, reguladas en términos vinculantes para la Junta general) mediante un reglamento adoptado por el propio Consejo ⁽³⁷⁾.

2. Las nebulosas condiciones para la incorporación y para la efectividad de los *independientes*

No obstante el juicio favorable que merece la cláusula objeto de la Resolución por las razones enunciadas, su indeterminación respecto a cuestiones tales como el número o proporción de independientes (en relación con el número total de consejeros), su participación en las comisiones sectoriales, y en particular las garantías para la efectividad de los requisitos positivos de acceso al cargo (su carácter de “profesionales de singular relieve”), deja sin resolver la cuestión del cumplimiento efectivo de las recomendaciones sobre buen gobierno. Este queda remitido, de hecho, a la puesta en práctica por el propio Consejo, ejerciendo su iniciativa en cuanto al nombramiento, sustitución e incorporación a comisiones delegadas (de Auditoría y control y de Nombramientos, en el caso de BANKINTER, S.A.) de lo que no es sino una previsión estatutaria en sentido potestativo (la posible designación de profesionales de relieve, exentos del requisito de la titularidad previa de acciones).

(37) Opinión sostenida, con fundamento en el art. 123, por ESTEBAN VELASCO, “Renovación de la estructura”, cit., p. 189, y ALONSO UREBA/RONCERO, “Sistema de elección de los consejeros”, cit., pp. 240 y 241.

La cláusula en cuestión resulta deliberadamente ambigua por lo que se refiere a lo sustancial del “activo intangible” en que se cifra la aportación de esos consejeros (su cualificación profesional), y simplemente omite cualesquiera requisitos que garanticen la *independencia* de los mismos (fuera de la presumiblemente inherente a la profesionalidad, y la deducible de una corta duración de su mandato), más allá del muy genérico de exclusión de los requisitos de la titularidad previa de acciones ⁽³⁸⁾.

De momento, de la información pública disponible sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno de la sociedad implicada, hay dos aspectos que resultan indicativos de la previsible efectividad de la labor de supervisión que los consejeros independientes puedan aportar. En el apartado correspondiente a las recomendaciones 9 y 11 del CBG, del último Modelo de Informe sobre el buen gobierno remitido por BANKINTER, S.A., a la CNMV, la propia sociedad reconoce un seguimiento sólo parcial de estas recomendaciones, relativas, respectivamente, a las medidas necesarias para asegurar el suministro a los consejeros de información previa, precisa y relevante, y al establecimiento de procedimientos formales y transparentes de selección y reelección de consejeros, a partir de una propuesta razonada de la Comisión de nombramientos ⁽³⁹⁾. En relación con esta última cuestión, la introducción en la cláusula estatutaria analizada de la exigencia de profesionalidad para algunos de los consejeros que podrían designarse suscita algunos interrogantes de interés.

El tenor de la cláusula no deja lugar a dudas sobre su alcance potestativo, por lo que se refiere a la designación por la Junta de consejeros de estatuto peculiar en cuanto a sus condiciones de acceso y de duración del cargo. Ahora bien, resulta oportuno preguntarse sobre el alcance (en términos de concurrencia efectiva y constatable, y portanto, sobre la base de una propuesta motivada) del requisito de la profesionalidad en el supuesto de que se proponga a la Junta

⁽³⁸⁾ Resulta muy oportuno recordar en este punto las consideraciones del *Informe Olivencia* sobre las condiciones que han de reunir los consejeros independientes. Su ajenidad al equipo de gestión y a los núcleos accionariales de control “no significa que el consejero independiente haya de ser ajeno al capital social, ni que basten estos datos de desvinculación para definir su perfil. Es preciso, además, que esas notas se completen con la de experiencia, competencia y prestigio profesional”.

⁽³⁹⁾ La selección de candidatos a consejeros conforme a un procedimiento formal y transparente, determinado en los estatutos o reglamentos del Consejo, es, por lo demás, una de las recomendaciones menos seguidas por las sociedades cotizadas que han remitido el Modelo a la CNMV, como constata este organismo en el Análisis de los resultados del cuestionario sobre el Código de Buen gobierno relativo al ejercicio 2000. Con respecto a estos análisis, puede verse, M. ÁLVAREZ-VALDÉS Y VALDÉS, “Los Códigos de buen gobierno de las sociedades. El cumplimiento de las recomendaciones del Informe Olivencia”, en *Homenaje al profesor Sánchez Calero*, cit., vol. III, pp. 2517 y ss., 2529 y ss.

general la designación de consejeros excluidos de la titularidad previa de acciones para un mandato de dos años. En mi opinión, la singularidad de estos consejeros (su *perfil* excepcional dentro de la reglamentación estatutaria de acceso al cargo) presupone la concurrencia efectiva del presupuesto de profesionalidad, que si bien puede ser valorado alternativamente por la Junta general o por el Consejo de administración, no debería poder ser eludido, prestándose a un empleo (sospechoso) de la profesionalidad como pretexto formal para designar consejeros cuyo mandato se pretende mucho más breve que el de otros (previsiblemente, ejecutivos y externos dominicales). Esta hipotética práctica, que desde luego no es conforme con las recomendaciones de buen gobierno, podría llegar a plantear problemas respecto a la validez de los acuerdos de designación de consejeros por un plazo de duración de dos años, en los que no se verifica el presupuesto del prestigio profesional que atrae, conforme a los propios estatutos, el plazo reducido de duración del cargo.

V. CONCLUSIÓN: LAS (PRESUMIBLES) LEGÍTIMAS MOTIVACIONES Y LAS (HIPOTÉTICAS) IMPLICACIONES DESVIADAS EN EL SUPUESTO PLANTEADO

No podemos concluir este trabajo sin poner de relieve las dos “lecturas” divergentes que admite la cláusula de la que nos hemos ocupado, en relación a la eficacia del instituto de los consejeros independientes. La importación de esa figura de impronta norteamericana al debate español sobre el gobierno corporativo ha suscitado planteamientos optimistas y escépticos (como en su país de origen) ⁽⁴⁰⁾. El escepticismo sobre la efectividad de los consejeros independientes para constituir un contrapoder no afecto a la dirección ejecutiva se fundamenta en motivaciones poderosas, que un autor muy poco sospechoso de incurrir en *prejuicios pesimistas*, ha sintetizado en tres: la existencia de sesgos en el proceso de selección y designación, que en definitiva depende de la propuesta de los ejecutivos (y habitualmente, del presidente ejecutivo) ⁽⁴¹⁾; la existencia de

⁽⁴⁰⁾ Puede verse una síntesis de los planteamientos que ha producido el debate norteamericano sobre los consejeros independientes en M. TRIAS SAGNIER, *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*, Madrid, 1998, pp. 203-208, con abundantes referencias bibliográficas.

⁽⁴¹⁾ Según el último informe sobre Consejos de administración de la consultora Spencer Stuart, el 60% de las empresas cotizadas (sobre un espectro de 75 sociedades, 32 de ellas del Ibx 35) elige a sus consejeros independientes a propuesta del presidente ejecutivo, y sólo en el 10% de los casos el Consejo ha fijado criterios objetivos para realizar esta selección, en la que participa la Comisión de nombramientos y retribuciones. El artículo de prensa del que se

obstáculos estructurales para una gestión eficaz (control por el presidente ejecutivo de la convocatoria, agenda e información disponible con miras a un Consejo); y la debilidad de incentivos para el ejercicio del cargo (ausencia de retribuciones adecuadas, dispersión de su interés a ocupar cargos gerenciales en otros sectores...) (42). Parece evidente que la remoción de estas objeciones, en el contexto actual de opción por la vía normativa *blanda* (a través de recomendaciones voluntariamente asumidas), requiere de un efectivo compromiso por parte de las sociedades cotizadas que parece estar muy lejos, en general, de quererse asumir.

Ello hace inevitable, para el supuesto que nos ocupa, la sospecha de sino se acabará imponiendo en la práctica la peor de las “lecturas” de una cláusula como la que nos ocupa, precisamente en el aspecto controvertido de la duración del cargo de los administradores designados por su cualificación profesional. La *lectura* favorable atendería aisladamente al hecho de ser una duración de dos años un término razonable para prevenir la afección (en definitiva, la alineación de los independientes a los intereses de los ejecutivos), aunque hay que decir que falta la previsión complementaria (y más determinante que la fijación preliminar de un plazo breve de duración del cargo) de la no reelección indefinida. La ausencia de esta previsión (permitiendo la perpetuación en su cargo de independientes “afectos”, con sólo cubrir el formalismo de su reelección cada dos años), de garantías para la objetividad de la cualificación profesional de estos consejeros, en un contexto de ausencia de procedimientos formalizados y transparentes para la selección de los candidatos, propicia en cambio una *lectura desviada o perversa* de la cláusula en cuestión (a reserva, desde luego, de lo

ha tomado este dato (*El País Negocios*, de 19 de mayo de 2002) ofrece la opinión de un ejecutivo para explicarlo: “A los presidentes les cuesta muchísimo no tener gente que al menos les deba un favor”. Esta valoración contrasta con el impulso cuantitativo que han experimentado los supuestos consejeros independientes desde el Código Olivencia: conforme a los datos de la misma analista, el número de consejeros que ni forman parte del equipo directivo de la empresa, ni representan a algún accionista de control (dominicales), ha pasado del 21% en 1997 al 37% el año pasado. El problema es que las empresas denominan independientes a todos los que no encajan en las otras dos categorías, sin que por ello se avance significativamente en la búsqueda de profesionales para cubrir los puestos.

(42) Vid. PAZ-ARES, “El perfil de los consejeros independientes”, Dirección y progreso, n.º 159, pp. 84 y ss., 86. Frente a estas objeciones, el autor defiende la presencia de motivaciones e incentivos suficientes para la actuación eficaz de los independientes, vinculadas al rigor legal en la exigencia de responsabilidad a los administradores, y sobre todo, a la preservación del *capital reputacional* fundado, precisamente, en la independencia de criterio. Ahora bien, resulta muy dudoso que la efectividad de estos incentivos y la remoción de las dificultades que se oponen a la selección de verdaderos independientes con garantías de acción eficaz puedan lograrse sin intervenciones normativas menos *blandas* que la adopción voluntaria de las recomendaciones de buen gobierno: en este sentido, ESTEBAN VELASCO, “La renovación”, cit., p. 204.

que pueda resultar de su utilización práctica). Puede imaginarse que la lectura perversa no es otra que la de propiciar, bajo la cobertura de legitimidad que la postura de la DGRN proporciona a la cláusula, la existencia de consejeros aparente o realmente independientes pero precarios, en función de su actitud, más o menos crítica, en el Consejo y en las Comisiones delegadas, frente a consejeros cuya supervivencia en el cargo respecto a la suya propia está prácticamente asegurada. Ciertamente, la funcionalidad de los consejeros independientes presupone, en buena medida, su falta de apego al cargo (supuestamente compatible, no obstante, con un máximo interés en el ejercicio diligente de su función supervisora), pero no deja de resultar paradójico que se confíe la supervisión de la actuación de los ejecutivos a consejeros que pueden cesar en un término muy inferior al establecido para el mandato de aquéllos, mediante el sencillo expediente de la no reelección (de la que falta, como se dijo en otro momento, el componente sancionador implícito en la revocación) cuya iniciativa última corresponde, casi siempre, a los propios “supervisados”.

Que estas aprensiones puedan o no confirmarse en la práctica, en sociedades que adopten iniciativas similares a la que nos ha ocupado, dependerá de múltiples factores, algunos de ellos directamente relacionados con el cumplimiento de las recomendaciones sobre buen gobierno. La composición de la Comisión de nombramientos y la seriedad de sus trabajos, de manera que esta Comisión no se limite a reproducir el pasivo papel legitimador de las iniciativas de los ejecutivos, que hoy corresponde en la práctica a las juntas generales de las sociedades cotizadas, resultarán determinantes, y ello presupone también la efectiva asunción por los consejeros externos dominicales de su papel supervisor. Que estos consejeros resulten o no portadores de intereses accionariales significativos, no necesariamente coincidentes con el núcleo ejecutivo, dependerá, desde luego, de la estructura de propiedad de cada sociedad (grado de concentración de capital, presencia relevante de la inversión institucional, etc.)⁽⁴³⁾.

Lo que no resulta tan fácil de ver, al menos con la claridad con que parece haberlo visto el Centro Directivo, es que una cláusula estatutaria como la que nos ha ocupado se cuente entre “las medidas que favorezcan la incorporación de profesionales de ciertas cualidades al órgano de administración de las sociedades” que cotizan en los mercados de valores. Da la impresión de que la cláusula resulta descompensada, en cuanto se queda corta en extremos esenciales (las garantías de profesionalidad e independencia de los consejeros independientes; la previsión de una correlación numérica adecuada entre estos consejeros y los

⁽⁴³⁾ Acerca de los interrogantes que plantea la adecuada selección de los consejeros externos dominicales, vid. la síntesis de ESTEBAN VELASCO, ob. cit., pp. 200-201.

demás), mientras que extrema el celo en un aspecto, insistimos, cuanto menos sospechoso (la duración del cargo de estos administradores). Ninguna de estas razones resulta seguramente suficiente para cuestionar el sentido de la Resolución. Pero quizá sí para advertir frente a las sugerencias, a veces excesivamente optimistas, de los argumentos aparentemente simples y formalmente impecables, sobre todo cuando vienen a legitimar medidas que podrían facilitar componendas o maniobras no tan diáfanas.

NOTICIAS

1. EL “SALDO CERO” Y LOS FICHEROS DE PRESTACIÓN DE SERVICIOS DE INFORMACIÓN SOBRE SOLVENCIA PATRIMONIAL Y CRÉDITO

La Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal (LOPD), que gira en torno al principio esencial de consentimiento del interesado para el tratamiento de sus datos personales, materializado en los arts. 6 (consentimiento para el tratamiento) y 11 (consentimiento para la cesión de datos), cuenta con una serie de excepciones a dicho principio entre las que se encuentra, a los efectos que aquí interesan, la establecida en el art. 29.2 al permitir que el acreedor, o un tercero que actúa por su cuenta e interés, facilite datos de carácter personal relativos al cumplimiento o incumplimiento de obligaciones dinerarias a quien se dedique a la prestación de servicios de información sobre solvencia patrimonial y crédito sin contar con el consentimiento del afectado.

Pero esta excepcional principio esencial del consentimiento del interesado en el tratamiento de sus datos personales la condiciona el citado art. 29 de la LOPD al cumplimiento de una serie de requisitos, tales como: a) la propia delimitación de la información a incluir en el fichero común, que ha de referirse al cumplimiento o incumplimiento de obligaciones dinerarias y no a cualquier información sobre solvencia patrimonial y crédito; b) la notificación a practicar a los afectados respecto de los que se hayan registrado datos de carácter personal en el plazo de 30 días, con referencia de los datos incluidos y de su derecho a recabar información sobre la totalidad de ellos; y c) la limitación de que **“sólo se podrán registrar y ceder los datos de carácter personal que sean determinantes para enjuiciar la solvencia económica de los interesados y que no se refieran, cuando sean adversos, a más de seis años, siempre que respondan con veracidad a la situación actual de aquellos”**.

Es este último requisito recogido en el apartado 4 del mencionado art. 29 el objeto de comentario en estas líneas con las que se trata de aportar una nueva opinión a las ya aparecidas en varios artículos publicados sobre el tema (v. PRADO IGLESIAS, R., “Una resolución des acertada de la APD”, Otrosí nº 30, octubre 2001; FERNÁNDEZ LÓPEZ, J.M., “La protección de datos y la gramática parda”, Otrosí nº 33, enero 2002; QUEIPO DE LLANO, G., “Los ficheros de información y el saldo cero”, Otrosí nº 34, febrero 2002), en los que se mantiene un criterio diferente y a veces contrapuesto respecto de la legalidad del denominado “saldo cero”, esto es, de aquel asiento reflejado en el fichero común (el del prestador del servicio de información sobre solvencia patrimonial

y crédito) referente a deudas que fueron efectivamente satisfechas por el deudor, aunque de forma tardía, de modo que el cumplimiento de la obligación se produjo cuando la deuda ya figuraba en el fichero, corrigiéndose entonces los datos correspondientes a su montante pero manteniendo el dato en el fichero como “**saldo cero**” o pagado.

La causa de la discrepancia doctrinal apuntada viene originada por el doble cambio legislativo producido en la vigente LOPD respecto de la derogada Ley 5/1992, de 29 de octubre, de regulación del tratamiento automatizado de los datos de carácter personal (LORTAD). Por un lado, al añadir al art. 29.4 *in fine* la locución: “*siempre que respondan con veracidad a la situación actual de aquellos*”, que no aparecía en el correlativo art. 28 de la anterior LORTAD. Y de otro, porque al referirse la nueva Ley al principio de veracidad en su art. 4.3 disponiendo que “*los datos de carácter personal serán exactos y puestos al día de forma que respondan con veracidad a la situación actual del afectado*”, ha sustituido la palabra “**real**” del anterior texto del art. 4.3 de la LORTAD por el término “**actual**” que aparece en la nueva redacción del mismo artículo de la LOPD.

Pues bien, a raíz de este cambio legislativo la Agencia de Protección de Datos dictó diversas resoluciones, la primera de fecha 22 de enero de 2001, por las que se vino a sancionar la ilegalidad del denominado “saldo cero”, declarando que con la nueva Ley ya no tiene cabida en nuestro ordenamiento jurídico el citado saldo cero, que, sin embargo, sí cabía con el texto de la vieja LORTAD.

Tal doctrina administrativa ha sido criticada desde diversas tribunas, aunque no han faltado tampoco voces favorables a la misma. Defiende algún autor (PRADO IGLESIAS, R., *op. cit.*), la legalidad del saldo cero en nuestro ordenamiento vigente sobre la base de un análisis gramatical del art. 29.4 de la LOPD en relación con el art. 4.3 de la misma Ley. Después de un excelente análisis sintáctico de ambos textos y algún otro argumento adicional sin demasiada trascendencia, llega el autor a la conclusión de que el mantenimiento del saldo cero en los llamados ficheros de morosos no sólo es legal bajo el mandato de la nueva LOPD (al igual que lo era bajo la vigencia de la derogada LORTAD), sino, aún más, sostiene que la LOPD (a diferencia de la LORTAD) permite ahora que las morosidades actuales, aunque tengan una antigüedad de más de seis años, no tengan por qué ser excluidas del fichero común.

Es en relación a este último punto donde, a mi juicio, la tesis anterior y erra puesto que parece olvidar cualquier otro criterio hermenéutico de los consagrados en el art. 3.1 del Código Civil [dispone el art. 3.1 del Código Civil, contenido en su Título Preliminar y, por tanto, aplicable a todo el ordenamiento jurídico (vid. STC 37/1987, de 26 de marzo) que “*Las normas se interpretarán según el sentido propio de sus palabras, en relación con el contexto, los antecedentes*

históricos y legislativos, y la realidad social del tiempo en que han de ser aplicadas, atendiendo fundamentalmente al espíritu y finalidad de aquéllas”] fueradesde estrictamentegramatical, cuando elverdadero sentido y significado de la norma interpretada se evidencia también con el empleo de otros medios de hermenéutica legislativa contenidos en el citado artículo. Dicho en otros términos, la interpretación de una norma jurídica no debe hacerse sirviéndose **única-mente** de elementos gramaticales o acepción rigurosa de las palabras, sino atendiendo a aquellos otros medios lógicos, sistemáticos e históricos que tradicionalmente vienen siendo reconocidos y manejados como instrumentos de la tarea exegética de las normas de derecho.

Por ello, cuando el autor extiende los efectos del art. 29.4 de la LOPD más allá de lo que la propia norma dice, sirviéndose únicamente de la acepción rigurosa de sus términos gramaticales sin atender siquiera a la realidad social del tiempo en que ha sido dictada, pienso que se equivoca, ya que como dice una vieja sentencia de 22 de noviembre de 1976: *“Una interpretación literalista que conduzca a una solución opuesta al sistema o institución en que la norma está encajada, es inaceptable, ya que ello sería tanto como sacrificar la orientación, sentido y finalidad a que la norma va dirigida en aras de una meticulosidad verbalista sin justificación”*.

En mi opinión, el hecho de que los datos referentes a una persona desaparezcan del tratamiento transcurrido un determinado período de tiempo (seis años, según el art. 29.4 LOPD) o, en general, cumplida la finalidad que determinó su incorporación al fichero común, parece la interpretación más plausible jurídicamente, pues la contrarianos llevaría a que pudiese permanecer **indefinidamente** en la incertidumbre un derecho o supuesto derecho, lo que sería atentatorio al principio de seguridad jurídica y es evidente que el legislador no ha querido eso al establecer el plazo preclusivo de los seis años. Por consiguiente, la actividad pasada de una persona no puede condicionar indefinidamente su valoración futura, lo que exige dejar de tener en cuenta esa situación anterior cuando transcurra un determinado lapso de tiempo, el que la Ley marque, que en nuestro caso se fija en seis años. Es lo que la doctrina ha venido a denominar el “derecho al olvido”, que pienso que puede equipararse al borrado de antecedentes delictivos.

Para otra parte de la doctrina las resoluciones de la Agencia de Protección de Datos declarando la ilegalidad del saldo cero son ajustadas a Derecho y acordes con el mandato de la nueva LOPD, afirmándose que tras la promulgación de ésta no es posible, una vez que se ha pagado la deuda, mantener información adversa en un fichero de morosos sobre el hecho de haber sido deudor mediante las expresiones “saldo cero” o “pagado”. Básicamente se apoya esta tesis en dos argumentos: a) las novedades producidas con el aludido cambio

legislativo del art. 29.4 y la sustitución del término “real” por “actual” en el art. 4.3 de la LOPD, novedades a las que “es preciso atribuir algún efecto jurídico” (v. FERNÁNDEZ LÓPEZ, J. M., *op. cit.*, p. 61), y b) la enorme relevancia que la doctrina sentada por el Tribunal Constitucional en su Sentencia 292/2000, de 30 de noviembre, ha supuesto para interpretar la cuestión aquí comentada al venira calificar el derecho a la protección de datos como un derecho fundamental autónomo, lo que conlleva que el régimen excepcional del art. 29 de la LOPD deba ser interpretado restrictivamente. A estos dos argumentos básicos se añade un tercero colateral: el hecho de que tanto el Tribunal de Defensa de la Competencia como los órganos de la jurisdicción civil vengana mantener unos criterios opuestos al mantenimiento del saldo cero.

En contra del primer argumento, opino que de la lectura de los arts. 29.4 y 4.3 de la LOPD y correlativos de la anterior LORTAD se detecta fácilmente que se ha producido un cambio del adjetivo “**real**” por el adjetivo “**actual**” en un principio tan esencial como el de “calidad de datos” (título con el que la LOPD rubrica todo su art. 4), pero sin que el legislador haya dado muestras de cuáles su *voluntas* en la discusión parlamentaria del Proyecto de Ley, lo que unido a la inexistencia de una Exposición de Motivos de la Ley de la cual poder deducir la auténtica interpretación del legislador, plantea la duda de si realmente se ha querido cambiar el régimen jurídico aplicable a los ficheros de solvencia patrimonial y crédito, en lo referente al mantenimiento o no en ellos del denominado “saldo cero”, por el simple cambio de una palabra por su sinónimo.

En este sentido, y ante la ausencia de esa *voluntas legislatoris*, debe recordarse que la LOPD ha nacido como consecuencia de la transposición de la Directiva 95/46 CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de octubre de 1995, cuyo art. 6 relativo a la calidad de datos preceptúa en su apartado 1. d) que los datos personales deben ser: “*exactos y, cuando sea necesario, actualizados*”. No parece, pues, disparatado presumir que nuestro legislador haya pretendido con el cambio de adjetivo simplemente homogeneizar o acomodar la dicción de nuestra norma a la Directiva comunitaria. De llegar a esta conclusión, resultaría evidente que estando admitido con anterioridad en nuestra normativa sobre protección de datos el denominado saldo cero, en nada habría cambiado la situación en la actualidad tras la entrada en vigor de la nueva Ley 15/1999.

En esta interpretación abunda el hecho de que ambos adjetivos: “**real**” y “**actual**”, son expresiones con un amplio campo semántico común, que bien pueden emplearse como sinónimas. Pero es que, además, lo que el art. 4.3 de nuestra Ley consagra al preceptuar que “*los datos de carácter personal serán exactos y puestos al día...*” es el “**principio de veracidad**”, principio éste que resulta de la conjunción de otros dos subprincipios: la **exactitud**, referida a la

inscripción “**inicial**” en el fichero, y la **puesta al día**, referida a la adecuación y pertinencia en calidad y cantidad de los datos personales registrados “**posteriormente**” en dicho fichero. Si el saldo cero se acomoda a dichos principios resultará un dato “**veraz**”, pues no cabe olvidar que el nuevo inciso del art. 29.4 LOPD no hace sino reproducir el mismo principio de veracidad consagrado en el art. 4.3, sólo que con específica referencia a los ficheros de solvencia patrimonial y crédito.

En este sentido, hay que tener presente que cuando el art. 29 de la LOPD dispone en su apartado 2 que “*Podrán tratarse también datos de carácter personal relativos al cumplimiento o incumplimiento de obligaciones dinerarias facilitados por el acreedor o por quien actúe por su cuenta o interés*”, se refiere a los ficheros de referencia y admite que contengan datos de cumplimiento y/o incumplimiento de obligaciones dinerarias, y en el caso de que una persona haya pagado la totalidad de la deuda, aunque extemporáneamente, figurará en el fichero pero con “saldo cero”, lo que querrá decir que ya había figurado con un dato sobre “incumplimiento” y en la actualidad figura con otro dato sobre “cumplimiento”. La inscripción inicial en el fichero fue “exacta”, y la posterior rectificación poniendo los datos al día indicando con el saldo cero que ya no se debe nada es adecuada y pertinente, con lo que se cumple el principio de **veracidad** al reflejar con el saldo cero un incumplimiento de la obligación a su vencimiento y un pago posterior extemporáneo significativo de que no se adeuda nada en el momento actual, en el momento presente. Dicho en otros términos, la situación “**actual**” a la que debe responder con veracidad la información existente en el fichero puede referirse a que no debe figurar solamente que el deudor ha incumplido, sino que también ha de figurar que “actualmente” ha pagado.

Ahora bien, lo anterior ha de entenderse con independencia de otras dos cuestiones relacionadas con la aquí debatida y cuyo cumplimiento es necesario. La primera hace referencia al período de tiempo en que los datos personales pueden permanecer en el fichero y la segunda a la imposibilidad legal de incluir en el mismo a una persona con saldo cero, si no hubiera estado incluido en él con anterioridad a consecuencia del impago.

La primera cuestión viene resuelta con precisión por el art. 29.4 de la Ley Orgánica 15/99 al disponer que “*Sólo (...) y que no se refieran cuando sean adversos, a más de seis años...*”. Quiere ello decir que los datos adversos, esto es, los que puedan influir negativamente en el crédito del afectado o, simplemente, se refieran a su morosidad, deben desaparecer del fichero cuando transcurran seis años, plazo éste que habrá de computarse (*dies a quo* y *ad quem*) conforme a lo establecido en la Norma Tercera de la Instrucción 1/1995, de 1 de marzo (la Instrucción número 1/1995, de 1 de marzo, de la Agencia de Protec-

ción de Datos, relativa a prestación de servicios de información sobre solvencia patrimonial y crédito (aún vigente en virtud de lo establecido en la Disposición Transitoria Tercera de la LOPD), desarrolla el art. 28 de la LORTAD (artículo correlativo al actual art. 29 de la LOPD) disponiendo en su Norma Tercera que *“El cómputo del plazo a que se refiere el art. 28.3 de la Ley Orgánica se iniciará a partir del momento de la inclusión del dato personal desfavorable en el fichero y, en todo caso, desde el cuarto mes, contado a partir del vencimiento de la obligación incumplida o del plazo en concreto de la misma si fuera de cumplimiento periódico”*. Este criterio ha sido ratificado por diversas Sentencias del TSJ de Madrid y de la Audiencia Nacional, como la de 3 de marzo de 2000, por lo que los datos deberán ser cancelados cuando haya transcurrido el periodo indicado, estando la entidad acreedora/informante que facilita los datos obligada a comunicar a la responsable del fichero común el cumplimiento de ese plazo.

La segunda de las cuestiones aludidas debe ser igualmente cumplimentada tanto por la entidad informante como por el responsable del fichero común, en cuanto que una persona que no tiene en la actualidad ninguna deuda pendiente no tiene por qué ser incluida en un fichero de solvencia patrimonial, reflejando *a posteriori* una supuesta mora que no fue reconocida en su tiempo.

Como dije antes, el segundo de los argumentos esgrimidos para justificar la ilegalidad del saldo cero en el vigente ordenamiento jurídico viene originado por la enorme relevancia que ha supuesto la STC 292/2000, de 30 de noviembre, por la que se declaran inconstitucionales y nulos ciertos incisos de los arts. 21.1 y 24.1 y 2 de la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal, en orden a reinterpretar el régimen excepcional del art. 29.4 de la LOPD. Todas las resoluciones de la Agencia de Protección de Datos sobre el saldo cero contienen diversos Fundamentos Jurídicos basándose en esta sentencia a modo de coadyuvante en la decisión final. Sin embargo, no encuentro en dicha sentencia fundamentación alguna que avale tal decisión. Es cierto, desde luego, que es una sentencia de enorme trascendencia —como todas las de nuestro más Alto Tribunal en las que se declara la inconstitucionalidad y nulidad de una Ley—. También es cierto que tal sentencia ha venido a calificar, en realidad, más que “calificar”, lo que ha hecho el TC en la citada sentencia es “clarificar”, de una vez por todas, el carácter de derecho fundamental autónomo del derecho a la protección de datos (art. 18.4 CE) como derecho distinto e independiente del derecho fundamental a la intimidad (art. 18.1 CE) y no como derecho meramente instrumental de éste o de otros derechos fundamentales, en cuanto que hasta la STC 292/2000 el Alto Tribunal se había pronunciado en numerosas ocasiones sobre la previsión contenida en el art. 18.4 de la Constitución, si bien con cierta ambigüedad, pareciendo inclinarse por la tesis de considerarlo más que como un derecho fundamental autónomo en sí

mismo considerado, como una manifestación *latu sensu* del derecho a la intimidad, propugnando su carácter “instrumental” como garantía—presupuesto para la protección de otros derechos— (sobre este extremo, véase el trabajo de Jesús María PRIETO GUTIÉRREZ en *La Jurisdicción Constitucional ante la Protección de Datos Personales*, Boletín nº 1880 del Ministerio de Justicia, donde hace un estudio pormenorizado de la STC 254/1993, de 20 de julio, y otras, sobre esta cuestión) el derecho a la protección de datos como un derecho fundamental autónomo y distinto del derecho a la intimidad. Y finalmente, no es menos cierto que las excepciones que, aun siendo legales, constituyan una limitación del contenido esencial de un derecho fundamental han de ser interpretadas restrictivamente. Pero una cosa es hacer una interpretación restrictiva de la norma—cuando cabe y debe hacerse—y otra entender que una novedad producida por un cambio legislativo supone **necesariamente** un cambio de voluntad a la que es preciso atribuir un efecto jurídico restrictivo. Entiendo que esto es más bien una interpretación voluntarista que una interpretación plausible de la norma, puesto que si la norma—el art. 29 de la LOPD, en nuestro caso—permite tener datos de carácter personal relativos al “**cumplimiento o incumplimiento**” de obligaciones dinerarias en los denominados ficheros de morosos, esos datos son “veraces” y responden a la “finalidad” del fichero común, habremos de llegar a la conclusión de que el llamado “saldo cero”, aun siendo un dato adverso, refleja un cumplimiento que está permitido por nuestro ordenamiento jurídico siempre que cumpla además con el requisito o limitación temporal del plazo de los seis años en los términos anteriormente expresados. A mi entender, este es el verdadero sentido y significado de la norma, la verdadera *voluntas legis*, esto es, la voluntad objetiva e inmanente en la propia ley, con valor vinculante para el aplicador del Derecho.

Interpretar de otra forma el término “actual” que figura en los arts. 29.4 y 4.3 de la LOPD iría en contra del principio de veracidad por las razones antes apuntadas en cuanto que no respondería verazmente a la finalidad del fichero. Quizás baste para terminar el razonamiento con pensar en un ejemplo: ¿Qué ocurriría con los datos clínicos de un paciente, su historial clínico, si interpretáramos el término “actual” en el sentido de que una vez sano el paciente hubiera que borrar del fichero sus datos de salud reveladores de la enfermedad anteriormente padecida? Sin duda es un ejemplo exagerado y que cuenta con otras soluciones, pero ilustrativo de cómo podría llegar a interpretarse la norma de atender solamente a su literalidad en el sentido restrictivo aludido.

Resta, para terminar, aludir a un tercer argumento frecuentemente utilizado para avalar la tesis de la ilegalidad del saldo cero. Me refiero a las Resoluciones del Tribunal de Defensa de la Competencia (TDC) y a las Sentencias de los Tribunales de la Jurisdicción Civil, que desde la peculiar perspectiva y competencia de estos órganos han tratado y decidido sobre el tema que aquí nos ocupa.

A este respecto, baste con señalar que una cosa es la regulación de las prácticas prohibidas por la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, que es lo que entra a determinar el TDC en dichas Resoluciones al analizarla problemática del saldo cero, y otra los fines pretendidos por la legislación sobre protección de datos, que son obviamente distintos de los que persigue la Ley de Defensa de la Competencia. De análoga manera puede saldarse el argumento de las sentencias de los Tribunales de Justicia, en cuanto que lo que dichas sentencias han declarado y pueden declarar es que el saldo cero, dándose determinadas condiciones, es atentatorio al “honor” y es susceptible de indemnización. Pero no debe olvidarse que estos Tribunales están juzgando una cuestión distinta de la aquí tratada: una cosa es declarar que el saldo cero puede constituir un atentado al honor conforme a los parámetros de la Ley Orgánica 1/1982, de 5 de mayo, de Protección civil del derecho al honor, a la intimidad personal y familiar y a la propia imagen, si se dan las circunstancias previstas en dicha Ley, y que es competencia de los órganos de la Jurisdicción civil, y otra muy distinta considerar la legalidad o ilegalidad del saldo cero desde el punto de vista de la protección de datos, que es competencia de la Jurisdicción contencioso-administrativa.

En fin, interpretar —decía SAVIGNY— es colocarse en el punto de vista del legislador y repetir artificialmente la actividad de éste. Esta formulación en principio tan sencilla encierra, sin embargo, una gran dificultad, pues tanto atendiendo a una interpretación subjetiva (*voluntas legislatoris*) como objetiva de la LOPD (*voluntas legis*) no es tarea fácil averiguar cuál es el verdadero espíritu y finalidad de la norma, esto es, su *ratio legis*. De aquí la variedad de opiniones divergentes sobre el tema del “saldo cero”. No obstante, mi opinión personal reflejada en estas líneas es que desde las reglas de la interpretación o cánones hermenéuticos antes expuestos, es decir, desde un punto de vista estrictamente jurídico, y, por lo tanto, **al margen de cualquier otro planteamiento ya sea moral, social, político, económico, cultural, estados de conciencia u opinión pública imperantes en un momento dado en la sociedad**, no hay razones que avalen una interpretación restrictiva del texto del art. 29.4 de la LOPD, y en consecuencia hay que admitir la legalidad del llamado saldo cero en nuestro ordenamiento jurídico tras la entrada en vigor de la referida Ley Orgánica.

La cuestión queda, pues, emplazada hasta la interpretación —*usus fori*— que lleven a cabo los órganos jurisdiccionales en la resolución de los litigios que sin duda se habrán planteado contra las mencionadas resoluciones de la Agencia de Protección de Datos, objeto y causa de estos comentarios.

Santiago García Izquierdo

2. CÓDIGO DE CONDUCTA DE LOS MIEMBROS DEL CONSEJO DE GOBIERNO DEL BCE

Recientemente se ha publicado el *Código de Conducta de los miembros del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo* (BCE; la publicación se ha producido en el DOCE C 123, de 24 de mayo de 2002, pp. 9-10; entre los destinatarios y firmantes figura el Gobernador del Banco de España). Se trata de un instrumento deontológico que se inserta en el marco general de “Códigos” similares que afectan a los miembros del Comité Ejecutivo del BCE o a los Gobernadores de los distintos Bancos Centrales.

La brevedad de este Código no resta interés a los criterios que contiene y que son esenciales para el mantenimiento de la confianza pública en los cargos del BCE. Los miembros del Consejo de Gobierno han de observar el máximo nivel de conducta ética, lo que abona la exigibilidad de características tales como la rectitud, la independencia, la imparcialidad y la discreción.

A la independencia dedica especial atención este Código en su apartado 3, que la formula y matiza. Así, se establece la posibilidad de que ciertas decisiones puedan ser adoptadas tomando en cuenta los miembros del Consejo de Gobierno, que sean al propio tiempo Gobernadores de Bancos Centrales, el interés como accionista de su banco central nacional correspondiente (se trata de las decisiones contempladas en el art. 10.3 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales—SEBC—). La independencia también reclama desterrar cualquier tipo de regalo en dinero o en especie, cuyo valor exceda de una cantidad ínfima. Las actividades que no guarden relación con el SEBC podrán ser remuneradas, pero no podrán distraer a sus responsables de sus ocupaciones como miembros del Consejo de Gobierno del BCE, ni comportar un desprestigio para la institución. Llama la atención el que el apartado 3.5 del Código admita “*las relaciones con los grupos de presión*” siempre que sean compatibles con las exigencias de independencia e integridad.

Es muy amplia la definición del conflicto de intereses, que ha de ser evitado en todo caso por los destinatarios del Código de Conducta. Tal conflicto surge ante cualquier situación susceptible de influir, de manera efectiva o posible, en el ejercicio objetivo e imparcial de las funciones de los miembros del Consejo de Gobierno. Como interés privado o personal que éstos han de tomar en cuenta se describe “*toda posible ventaja para ellos mismos, sus familiares o sus amigos y conocidos*”. Es por consiguiente un ámbito subjetivo muy amplio.

También es particularmente rigurosa la prescripción en materia de secreto profesional, puesto que no solo se exige su observancia a los miembros del Consejo de Gobierno, sino también la adopción por éstos de medidas necesarias

para impedir la vulneración de ese deber (v. art. 38 de los Estatutos del SEBC) por las personas que tengan acceso a la información conocida por aquellos.

Finalmente, durante el primer año siguiente al cese en sus funciones seguirá en vigor el deber de evitar situaciones de conflicto de interés. A tal fin, las personas afectadas por esta previsión deberán informar por escrito al Consejo de Gobierno de su intención de llevar a cabo esas actividades y, con carácter previo a comprometerse con respecto a ellas, a recabar la opinión del Consejo de Gobierno.

Jaime Baillo Morales-Arce

3. RECOMENDACIÓN COMUNITARIA EN MATERIA DE INDEPENDENCIA DEL AUDITOR

El pasado 16 de mayo la Comisión Europea aprobaba una Recomendación bajo la denominación “La independencia del auditor de cuentas en la UE: principios fundamentales” (v. en el Diario Cinco Días, 17 de mayo de 2002 y en el Diario Expansión, 17 de mayo de 2002).

Al respecto, podría pensarse que el citado documento tiene su origen en la preocupación que ha generado la hecatombe de la gran eléctrica americana “Enron”. Sin embargo, debe señalarse que, por lo que a la Recomendación Europea se refiere, ya existía la intención de su elaboración y, posterior publicación, meses antes de que se conociera la crisis económica de la citada empresa eléctrica.

Finalmente, el citado documento ha visto la luz, con unos meses de retraso a lo previsto y, siguiendo las líneas marcadas en la reunión informal del Consejo ECOFIN que tuvo lugar en Oviedo, los pasados 12 y 13 de abril del año en curso y que, en este caso, sí se celebró bajo la influencia de los efectos del caso americano y de otros casos que han surgido dentro de nuestras fronteras.

No obstante, debe señalarse que el caso Enron ha supuesto una revisión de los planteamientos respecto a la auditoría, especialmente, de las grandes sociedades y de las sociedades cuya actividad se considera que genera un riesgo superior a otras para el sistema económico, así como una auténtica avalancha de propuestas normativas —entendida esta expresión en un sentido amplio que abarca todo tipo de iniciativas relativas a leyes formales, códigos éticos y deontológicos de la propia profesión auditora, códigos de buen gobierno de sociedades cotizadas, recomendaciones de la Unión Europea, etc.—, aplicables a la actividad de los auditores de cuentas.

Sin embargo, debe señalarse que la SEC (Securities Exchange Commission) ya venía reclamando de los auditores algunas modificaciones en el ejercicio de sus actividades, especialmente por lo que se refiere a realización de las llamadas “prácticas multidisciplinares”, es decir, el ejercicio de la actividad auditora junto a la prestación de otros servicios por socios y empleados de la misma firma auditora y, por otra parte, y en relación a nuestro país, el escándalo de la agencia de valores “Gescartera” ya había provocado algunos movimientos tendentes a modificar, entre otras, nuestra actual Ley de Auditoría o la Ley del Mercado de Valores, a través de la que todavía, a la hora de redactar estas líneas, es Proyecto Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

Sin embargo, cabe preguntarse si ha sido la existencia de estos llamativos casos, a los que hemos hecho referencia en líneas anteriores, lo que ha convertido en desgraciada realidad los riesgos que ya habían sido advertidos por muchos autores respecto a la independencia del auditor, en especial, en relación a aspectos concretos, tales como la rotación de los auditores o de los socios responsables de la auditoría de una sociedad auditada en particular, o la prestación por las sociedades de auditoría de otro tipo de servicios distintos de la auditoría, por cuya prestación éstas venían obteniendo, en la mayoría de los casos, mayores ingresos que los percibidos por el ejercicio de la actividad auditora, cuál ha de ser la instancia encargada de proceder al nombramiento del auditor y de mantener las relaciones con los auditores de la sociedad, entre otros aspectos que pueden poner en peligro o, por el contrario, salvaguardar la independencia del auditor.

La recientemente aparecida Recomendación de la Comisión Europea contiene un nuevo Código de Conducta que trata de fortalecer la independencia del auditor a la que se refiere el artículo 8 de nuestra Ley de Auditoría de Cuentas de 12 de julio de 1988.

La Comisión Europea ha advertido que se trata de fijar un marco regulador armonizado mínimo, que busca una urgente traslación al mercado, de las medidas que contempla el texto comunitario y que no excluye la posibilidad de que, en un futuro, se opte por normas de ineludible cumplimiento en el supuesto de que la actual Recomendación no consiga los resultados apetecidos.

En efecto, al respecto debe señalarse que en más de una ocasión las Recomendaciones han sido objeto de desobediencia y, en consecuencia, origen de posteriores normas imperativas. Por ello, quizá hubiera sido más adecuado plantearse la elaboración de una norma de obligado cumplimiento, evitando el riesgo del incumplimiento de la Recomendación, la falta de eficacia de la misma y el consecuente retraso en la aplicación de los principios en ella recogidos.

Sin embargo, no debe dejar de advertirse que, en el ámbito comunitario, si bien las soluciones normativas son más contundentes que las Recomendacio-

nes, sin embargo su aprobación implica una delación considerable, toda vez que reclaman la participación y respaldo de los Estados miembros y de las instituciones comunitarias.

La Recomendación de la Comisión Europea, de 16 de mayo, como se desprende de su propia denominación, tiene por objeto una profunda reflexión sobre el problema de la independencia del auditor y sobre cuáles pueden ser las medidas que deben adoptarse por los Estados miembros para su salvaguarda.

Al respecto, la propia Recomendación señala que, actualmente, no existen normas éticas internacionalmente aceptadas relativas a la independencia del auditor que puedan servir de referencia en el establecimiento de normas nacionales relativas a ésta.

El texto comunitario establece como principio fundamental que el auditor de cuentas en el ejercicio de su actividad debe ser independiente, tanto en los hechos como en la apariencia.

Porello, la Recomendación comunitaria aborda las cuestiones que afectan a la independencia, tales como las personas obligadas a cumplir el deber de independencia que afecta no sólo al auditor sino a las personas implicadas en la auditoría, los supuestos de incompatibilidad para realizar la auditoría de una sociedad en particular, la prestación de otros servicios distintos de la auditoría, la percepción, publicidad y transparencia en relación a los honorarios del auditor, la forma y personas con las que el auditor debe establecer las relaciones que han de mantenerse con la entidad auditada para realizar la auditoría, la rotación del auditor, inclinándose la Recomendación comunitaria por la rotación del socio responsable de la auditoría y otras cuestiones y propuestas que de ser bien implementadas por los Estados miembros pueden suponer un sistema efectivo para la salvaguarda de la independencia del auditor.

Christi Amesti Mendizábal

4. SOMETIDAS A INFORMACIÓN PÚBLICA DOS NORMAS TÉCNICAS DE AUDITORÍA SOBRE HECHOS POSTERIORES Y RELACIÓN ENTRE AUDITORES

Los informes de auditoría deben cumplir, de acuerdo con lo dispuesto por el art. 5.1 de la Ley de 19/1988, de 12 de julio, de auditoría de cuentas, entre otras condiciones, la de sujeción “a las normas técnicas de auditoría de cuentas”.

La elaboración de las normas técnicas de auditoría se atribuye, en virtud del artículo 5 de la citada Ley 19/1988, a las corporaciones de derecho público representativas de los auditores, debiendo estar dichas normas de acuerdo con los principios generales y práctica comúnmente admitidos en los países de la Unión Europea y ser objeto de previa información pública durante un plazo de seis meses (v. art. 5.2 Ley 19/1998 y los artículos 13 y siguientes del Real Decreto 1636/1990 de 20 de diciembre).

El pasado 27 de marzo del año en curso, el ICAC ha procedido a la publicación en el BOICAC y para su correspondiente sometimiento a información pública dos nuevas normas técnicas que, siguiendo las previsiones legales ya citadas, han sido elaboradas por las tres corporaciones que acogen a los auditores en nuestro país (Instituto de Censores Jurados de Cuentas, Consejo General de Colegios de Economistas y Consejo Superior de Colegios Oficiales de Titulados Mercantiles).

La primera de ellas es una Norma Técnica sobre hechos posteriores al cierre del ejercicio, y la segunda se refiere a las relaciones entre auditores [v. el texto de las Resoluciones correspondientes del ICAC en el BOICAC nº 49 (marzo 2002), pp. 3-18].

En ambos casos, las nuevas Normas Técnicas de Auditoría vienen a sustituir otras precedentes sobre idéntica materia y contenidas en sendas Resoluciones del ICAC, ambas de la misma fecha de 16 de diciembre de 1992.

La primera de ellas, relativa a los hechos ocurridos en fecha posterior al cierre del ejercicio y con anterioridad a la firma del informe de auditoría, tiene por objeto adaptar la norma técnica española a las normas internacionales vigentes.

La nueva redacción de la citada Norma contempla la incidencia de los hechos posteriores con un pormenorizado y justificado casoismo, estableciendo el modo en el que ha de proceder el auditor, al objeto de cumplir con la pretensión de que el auditor tenga conocimiento adecuado de los mismos y traslade su conocimiento a los terceros a través de su informe de auditoría. El nuevo texto, al igual que el anterior, distingue entre los hechos ocurridos con posterioridad al cierre del ejercicio, pero acaecidos en fecha anterior a la que corresponda a la firma del informe de auditoría y, aquellos otros hechos que resultan descubiertos por el auditor en fecha posterior a esta última fecha.

Respecto al último supuesto, la Norma Técnica de referencia establece la forma en la que ha de actuar el auditor, distinguiendo a su vez cuando el auditor descubra los hechos en fecha posterior a la realización del informe de auditoría, pero antes de la entrega del mismo y, cuando, sin embargo, el descubrimiento

de esos hechos se haya realizado en fecha posterior a la entrega del citado informe de auditoría.

Respecto a la Norma Técnica de Auditoría relativa a la actuación que debe seguirse entre auditores cuando se establece una cierta relación entre ellos, debe destacarse su importancia por lo frecuente de la situación y por los problemas que pueden plantearse, especialmente cuando de la actuación de uno de ellos pudiera derivarse cualquier tipo de responsabilidad.

La Norma Técnica contempla y prevé los supuestos en los que un auditor lleva a cabo su actuación como continuación o complemento del trabajo de otro auditor, es decir, se refiere a los supuestos en los que se produce el cambio de auditor de una sociedad, aquellos otros en los que se realizan auditorías conjuntas, o aquellas auditorías en las que existe una colaboración temporal de varios auditores. Las reglas de actuación previstas por el texto de la Norma Técnica, para los supuestos anteriormente citados, resultan determinantes en el establecimiento y atribución de responsabilidad al que se ha hecho referencia en líneas anteriores.

Christi Amesti Mendizábal

5. DECISIÓN DEL CONSEIL CONSTITUTIONNEL FRANCÉS, A PROPÓSITO DE LA VIABILIDAD DEL FOLLETO INFORMATIVO REDACTADO EN LENGUA EXTRANJERA

El *Conseil Constitutionnel* francés, en su *Décision* de 6 de diciembre de 2001 (2001-452 DC), resuelve el recurso de inconstitucionalidad presentado por diputados de la Asamblea Nacional contra diversos artículos de la *Loi portant mesures urgentes de réformes à caractère économique et financier* de 11 de diciembre de 2001. Nos interesa su pronunciamiento en relación con el art. 27 de la mencionada Ley, que reforma el art. L. 412-1 del *Code Monétaire et Financier*, que queda con la siguiente redacción: "Sin perjuicio de otras disposiciones aplicables, las personas que realicen una operación de apelación al ahorro público deberán, con carácter previo, publicar y tener a disposición de toda persona interesada un documento destinado a la información del público sobre el contenido y las modalidades de la operación, así como sobre la organización, la situación financiera y la evolución de la actividad del emisor, en las condiciones que se establezcan por un *règlement* de la Comisión de Operaciones de Bolsa. Este documento se redactará en francés o, en los casos que se establezcan por el citado *règlement*, en otra lengua usual en materia financiera. En este caso deberá ir acompañado de un resumen redactado en francés, en las condiciones establecidas por el mismo *règlement*".

El *Conseil Constitutionnel*, en su *Décision* de 6 de diciembre de 2001, realiza las siguientes consideraciones:

- En primer lugar, los recurrentes alegaban que la reforma operada por el art. 27 de la Ley de 2001 abría la posibilidad para los sujetos privados de utilizar, en sus relaciones con una autoridad administrativa como es la COB, una lengua distinta de la francesa, lo que implicaba en su opinión la vulneración de lo dispuesto en el art. 2 de la Constitución de 1958 (“La lengua de la República es el francés”); y este problema se plantearía también a la hora de interponer cualquier demanda ante la jurisdicción francesa basada en ese resumen de folleto en lengua extranjera.

Alegan asimismo que una previsión de este tipo es contraria al principio de igualdad al establecer “una distinción según la aptitud de los potenciales inversores para comprender una lengua extranjera”. Por último afectaría al derecho de los ciudadanos a la información (art. 11 de la Declaración de los Derechos del hombre y del ciudadano de 26 de agosto de 1789: *La libre communication des pensées et des opinions est un des droits les plus précieux de l’Homme: tout Citoyen peut donc parler, écrire, imprimer librement, sauf à répondre à l’abus de cette liberté dans les cas déterminés par la Loi*).

- En segundo lugar, el *Conseil* señala que, en virtud de lo dispuesto en el art. 2 de la Constitución, el uso del francés se impone a las personas jurídicas de derecho público y a las personas de derecho privado en el ejercicio de funciones públicas; los particulares no pueden alegar, en sus relaciones con las administraciones y los servicios públicos, un derecho a la utilización de una lengua distinta de la francesa. Por otra parte, entiende el *Conseil* que el art. 2 de la Constitución no prohíbe la utilización de traducciones.
- En tercer lugar, considera que el folleto (“prospectus”) mencionado por el art. L. 412-1 del *Code monétaire et financier* se exige para las personas que realizan operaciones de apelación al ahorro público y que se destina a la información de los potenciales inversores; que este folleto se inscribe por tanto en el marco de las relaciones de derecho privado; que el poder normativo y de control que la Ley confiere a la COB no altera la naturaleza jurídica de este documento; que al autorizar, para su elaboración, el empleo de una “lengua usual en materia financiera”, el legislador, que se atiene al cumplimiento de los compromisos comunitarios y de las prácticas en el seno de los mercados internacionales, no otorga sin embargo a los interesados el derecho a utilizar una lengua distinta del francés en sus relaciones con la COB

ni, en caso de litigio, con los órganos jurisdiccionales nacionales, y que por tanto, el recurso de inconstitucionalidad planteado respecto del art. 2 no puede prosperar.

- En cuarto lugar, la norma no es en sí misma contraria al principio de legalidad cuando permite que el público sea informado, en los casos y condiciones establecidas por la COB, a través de un escrito redactado en una lengua usual en materia financiera distinta del francés, ya que corresponderá en todo caso a la COB, tanto en el ejercicio de su poder reglamentario como a la hora de dar su visto bueno al folleto, el vigilar por el respeto a este principio y, en particular, en aplicación del art. L. 412-1 del *Code monétaire et financier*, de asegurarse que el resumen contiene los datos esenciales relativos al “contenido” y a las “modalidades de la operación”, así como a “la organización, la situación financiera y la evolución de las actividades del emisor”.
- Por último, entiende que el art. 11 de la Declaración de los Derechos del Hombre y del Ciudadano de 1789 no procede ser invocado en el caso de información a los inversores sobre operaciones de apelación al ahorro público.

En conclusión, declara constitucional el art. 27.2 de la *Loi portant mesures urgentes de réformes à caractère économique et financier* de 11 de diciembre de 2001, siempre que se interprete en los términos expuestos.

Consecuencia de esta decisión, la COB ha promulgado el *Règlement* 2002-03 (homologado por *Arrêté* de 12 de marzo de 2002, JO de 6 de abril de 2002), que modifica tres *Règlements* anteriores: el 95-01, sobre información a difundir con ocasión de operaciones realizadas sobre el nuevo mercado, el 98-01, sobre información a difundir en caso de admisión a negociación de un mercado regulado de instrumentos financieros y en caso de emisión de instrumentos financieros cuya admisión a negociación en un mercado regulado haya sido solicitada, y el 98-08, relativo a la oferta al público de instrumentos financieros.

El *Règlement* de la COB 2002-03 precisa los casos en los que el folleto puede ser redactado en una lengua financiera distinta de la francesa y establece el objeto y el resumen que ha de ser elaborado en francés, la concreción de cuyos detalles queda a una *instruction d'application*.

Los casos en los que el folleto informativo puede ser redactado en una lengua habitual o usual en materia financiera distinta del francés son:

- a) Operaciones efectuadas simultáneamente en varios mercados por un emisor extranjero en el marco del reconocimiento mutuo del folleto informativo (Directivas 89/298/CE y 2001/34/CE).

- b) Operaciones reservadas a los trabajadores en Francia de emisores extranjeros, siempre que estas ofertas se inscriban en el marco de un plan internacional dirigido a los trabajadores del grupo.
- c) Admisión a negociación en un mercado regulado de títulos de deuda emitidos y colocados sin realizar operaciones de apelación al ahorro público en Francia.

En estos casos, este folleto en lengua extranjera ha de estar acompañado de un resumen en francés del que responde el emisor de los valores. Ha de ser una “síntesis del folleto” y debe comprender “las informaciones esenciales relativas al contenido y a las modalidades de la operación, a la organización, la situación financiera y la evolución de la actividad del emisor”.

En el propio *Réglement 2002-03* se recogen los epígrafes que se deben incluir en el resumen en francés del folleto redactado en lengua extranjera, resumen que, a la vista de los epígrafes que debe contener, es bastante extenso. Una *Instruction* de la misma COB ha desarrollado el modelo con arreglo al cual se deben redactar estos epígrafes (v. *Bull. COB*, abril 2002, núm. 367, pp. 19 y ss.).

Esta reforma de la legislación en materia de folletos informativos de operaciones de captación del ahorro público trae causa en el Derecho francés de la necesidad de implementación de las Directivas 89/298/CE, de 17 de abril de 1989 (control y difusión del folleto a publicar en caso de ofertas públicas de valores) y 2001/34/CE, de 28 de mayo de 2001, sobre admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores.

En ambas normas, al hilo del reconocimiento mutuo de folletos informativos de OPVs, OPSs y de admisión a negociación, se establece la obligación de reconocer los folletos informativos que han sido sometidos al control de la autoridad supervisor de un Estado miembro, cuando la operación se desarrolla asimismo en otro u otros Estados miembros, reconocimiento que ha de producirse “sin perjuicio de su eventual traducción” (arts. 21 de la Directiva 89/298/CE y 38 a 40 de la Directiva 2001/34/CE). Por tanto, procede el reconocimiento mutuo del folleto dejando a salvo su eventual traducción (“subject to any translation” en la versión inglesa de la Directiva 2001/34, “sous réserve de sa traduction éventuelle”, en la francesa). Esto es, dichas Directivas no establecen la obligación de traducir el folleto informativo como requisito previo al reconocimiento mutuo, sino que dejan a los Estados miembros la opción de, en su caso, exigir la traducción sin perjuicio de que se reconozca el folleto en lengua extranjera.

Sin embargo, la Directiva 2001/34 prevé en sus arts. 103 y 104 que determinadas informaciones estén redactadas “en la lengua o lenguas oficiales o en una de las lenguas oficiales o en otra lengua, siempre que, en el Estado miembro de que se trate, la lengua o lenguas oficiales o dicha otra lengua sean usuales en materia financiera y estén aceptadas por las autoridades competentes” (art. 103; en el mismo sentido, el art. 104).

Las informaciones a que se refieren estos artículos hacen referencia a, por ejemplo, un anterior folleto de admisión publicado en los doce meses precedentes, el último informe de gestión y las cuentas anuales auditadas, la última memoria semestral del emisor, etc.

Es por tanto, discrecional de la autoridad competente de cada Estado miembro, en caso de folleto de admisión, el permitir la publicación de determinadas informaciones en una lengua no oficial en el Estado de que se trate, pero “usual en materia financiera”.

Y es precisamente esta posibilidad de permitir efectos del reconocimiento mutuo en la Unión Europea, un folleto redactado en lengua extranjera acompañado de un resumen en lengua oficial la que ha acogido Francia en la última reforma de su normativa sobre operaciones de captación del ahorro público (v. GUYON, Y., “Possibilité d’utiliser une langue étrangère dans le prospectus d’émission soumis au visa de la COB en cas d’appel public à l’épargne”, Rev. soc. 1, 2002, pp. 76 y ss.). En España, por contra, la CNMV sigue exigiendo la traducción completa del folleto informativo al español para inscribirlo en sus registros, al igual que sucede en el Derecho italiano [v. art. 10.1.b) del *Regolamento di attuazione* del Decreto legislativo de 24 de febrero de 1998, adoptado por la Consob mediante *Delibera* núm. 1971 de 14 de mayo de 1999].

Reyes Palá Laguna

6. NEW YORK STOCK EXCHANGE: PROPUESTAS DE REFORMA DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

Desde que el pasado 2 de diciembre saliera a la luz el escándalo financiero de la compañía eléctrica ENRON en Estados Unidos, hemos sido testigos de una cadena de acontecimientos que, cuando menos, han venido a poner en tela de juicio las prácticas gestoras y contables de las principales compañías de este país y, en consecuencia, la actuación de sus directivos.

En efecto, en los últimos meses, y tras la quiebra de ENRON, se ha desencadenado una sucesión de escándalos financieros que ha golpeado (y sigue

golpeando) duramente a las bolsas internacionales, tan condicionadas por lo que ocurre en Estados Unidos. Las crisis de WORLD-COM, XEROX, TYCO, MERCK, GLOBAL CROSSING, y, muy recientemente, la de BRYSTOL MYERS han sacudido no sólo a los mercados financieros sino, asimismo, a sus reguladores, en un país como Estados Unidos, tan reticente en sus máximas instancias a intervenir en el desarrollo de este mercado.

Ante una situación que invade los medios de comunicación (y no sólo los especializados en temas económicos) desde hace varios meses, en los que no hay día en que no amanezcamos con alguna noticia relativa aun nuevo escándalo o a una presunta práctica irregular en alguna compañía cotizada en el mercado estadounidense (y no sólo en este mercado, pese a ser el que ahora nos ocupa), y no hay instancia reguladora en Estados Unidos que no haya reaccionado, de uno u otro modo, y haya propuesto diferentes medidas dirigidas a dar respuesta a una situación que ha logrado mermar la confianza en el corazón financiero mundial. Incluso la propia Casa Blanca, cuya única preocupación hasta el momento había sido la de mantenerse al margen de los escándalos financieros (habiendo conseguido el Gobierno de George W. Bush no verse salpicado por el caso ENRON), ha optado por cambiarradicalmente su estrategia y hacer frente a una situación que ha minado la confianza en la economía del país.

Igualmente, también desde el Congreso de los Estados Unidos, los congresistas demócratas han alzado sus propuestas para hacer frente a la situación, propuestas éstas que se centran, fundamentalmente, en instaurar penas más severas por fraude corporativo a los directivos del país, en la línea trazada por el propio Presidente George W. Bush (quien ha venido a declarar que la crisis no está en el sistema, sino en el falta de ética de alguno de sus participantes), pero con un mayor nivel de exigencia.

En este marco de renovación ética, que no plantea la necesidad de modificación de un sistema que se concibe como el indiscutiblemente mejor, las medidas anunciadas por el Presidente George W. Bush se centran en la persecución y penalización más acusada de las conductas que han llevado al desencadenamiento de los escándalos de los últimos meses. Se promueve la creación de una nueva fuerza gubernamental que, bajo las órdenes del número dos de la Fiscalía General, se dedicará exclusivamente a la investigación de fraudes empresariales; lo que podríamos llamar un "comando especial contra crímenes financieros".

Asimismo, y en la línea que propugnan, por su parte y de un modo más estricto y exigente, los congresistas demócratas, viene a plantearse el incremento de las penas de cárcel para los responsables de delitos tales como la falsificación de documentos (fundamentalmente, fraudes en envíos postales o electrónicos).

cos), o, incluso, la penalización como delito de conductas obstructoras de la actividad judicial, tan espectaculares, por otro lado, en el caso ENRON (destrucción de documentos, etc.).

Junto a las medidas referidas, basadas fundamentalmente en la capacidad coactiva y coercitiva del sistema, y en el freno de conductas fraudulentas a través del viejo sistema del “miedo al castigo”, desde otras instancias, más cercanas al propio mundo empresarial y directamente implicadas en los sucesos de los últimos meses, se ha tratado de ofrecer otra serie de medidas dirigidas, no ya sólo al endurecimiento de las posibles penas aplicables a ciertas conductas, sino, asimismo, a evitar tales conductas o, al menos, a dificultar su desarrollo. Así, desde los mercados bursátiles del país (principalmente, desde su centro neurálgico, Nueva York), se ha propugnado la modificación y elevación de los estándares corporativos de gobierno y difusión de información de las sociedades cotizadas como medio para atenuar el riesgo de conductas cuando menos, fraudulentas.

Ya el 13 de febrero de este año, al Presidente de la SEC (“*Securities and Exchange Commission*”, organismo paralelo en sus funciones a la Comisión Nacional del Mercado de Valores española) solicitó de la Bolsa de Nueva York (“*New York Stock Exchange*”, “*NYSE*”), la revisión de los parámetros exigidos en cuanto a su gestión y gobierno a las sociedades cotizadas, solicitud ésta a la que la NYSE respondió instruyendo a su Comité de Contabilidad y Estándares de Cotización Corporativos (“*Corporate Accountability and Listing Standards Committee*”) para que procediera a dicha revisión.

Como conclusión a tal encargo y tras recopilar aportaciones de instituciones y organizaciones de diversa naturaleza pero con estrecha vinculación, todas ellas, a los mercados bursátiles (*American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations, American Society of Corporate Secretaries, Inc., Association for Investment Management and Research, The Council of Institutional Investors, The Institute of Internal Auditors*, y un largo etcétera), el pasado 6 de junio, el referido Comité de Contabilidad y Estándares de Cotización Corporativos hizo público su informe y propuesta de mejora de los estándares de gobierno de las sociedades cotizadas, informe éste dirigido al Consejo de Administración de la NYSE y a otras instituciones estadounidenses, cuyo contenido fundamental se analizará a continuación y que trata de obtener, como objetivo principal y director, la integridad y transparencia de las sociedades cotizadas.

No obstante, ya el propio Comité reconoce las limitaciones a que su tarea (y las posteriores actuaciones exigidas de la NYSE, la SEC o, incluso, del Congreso) se enfrenta. Sus propuestas, así como las nuevas prohibiciones y exigencias que se aprueben, ya sean adoptadas por la NYSE, la SEC o el Con-

greso, no podrán garantizar que los miembros de los órganos de administración de las sociedades, sus ejecutivos y empleados se ajusten siempre a lo en ellas dispuesto ni sitúen como paradigma de su actuación el mayor interés de los accionistas de la entidad para la que trabajen. El correcto y adecuado funcionamiento del sistema depende, en suma, de la competencia e integridad de dichas personas, de su sentido de la responsabilidad y diligencia, parámetros todos ellos difícilmente regulables. Sin embargo, no por ello debe rechazarse la intervención en el área de actividad de estos directivos y la dotación a los accionistas, y, en suma, a los inversores, de las armas adecuadas para facilitar el control de dicha actividad, objetivo éste reconocido por el Comité.

Es, portanto, en este marco en el que el Comité de Contabilidad y Estándares de Cotización Corporativos de la NYSE viene a desarrollar sus propuestas de modificación de los estándares de cotización de las sociedades, propuestas éstas dirigidas al consejo de administración de dicha entidad, centradas en cinco cuestiones esenciales, que vienen a sintetizar las preocupaciones y necesidades de mejora manifestadas por diferentes sectores del mundo financiero norteamericano.

A) Potenciación del papel y funciones de los consejeros independientes

Frente a la actual exigencia de la NYSE relativa a la existencia de un mínimo de tres consejeros independientes en los consejos de administración de las compañías cotizadas, la propuesta del Comité de Contabilidad y Estándares de Cotización Corporativos exige que éstos ocupen la mayoría de los asientos de tales consejos, hecho éste que supondrá, a juicio de dicho Comité, un aumento de la capacidad supervisora de los órganos de administración y la minoración del riesgo de concurrencia de conflictos de intereses.

Asimismo, la definición de qué ha de entenderse como “consejero independiente” viene a dejarse, en cierto sentido, a la consideración de los propios consejos de administración de las sociedades cotizadas, los cuales habrán de declarar a efecto y caso por caso la inexistencia de relación material alguna por parte del correspondiente consejero con la compañía, ya sea directamente o como socio, accionista o ejecutivo de cualquier organización vinculada de algún modo con dicha compañía.

Sin perjuicio de lo anterior, como ya se ha mencionado, la facultad de determinación de la independencia del consejero otorgada al consejo de administración es más una obligación de proceder a la oportuna declaración formal de tal carácter, caso por caso, que una facultad material de establecer propiamente los criterios de independencia, los cuales son ya apuntados, al menos

desde una perspectiva de mínimos, por el propio Comité de Contabilidad y Estándares de cotización de la NYSE.

En efecto, de acuerdo con lo expuesto en el informe del pasado 6 de junio del referido Comité, no podrá, en ningún caso, considerarse como consejero independiente a aquél que incurra en alguno de los supuestos siguientes:

- Que haya sido empleado de la compañía de cuyo consejo de administración forme parte, salvo que hubieran transcurrido cinco años desde que finalizó su relación laboral con dicha compañía.
- Que sea o haya sido empleado o asociado de un auditor (y se trate del auditor actual o de un auditor anterior) de la correspondiente compañía (o de alguna de las entidades de su grupo), salvo que, como en el supuesto anterior, hubieran transcurrido cinco años tras la finalización de la relación que le vinculara con dicho auditor.
- Que sea parte, o en los cinco años anteriores hubiera sido parte, de un comité interlocutor en el que participe, asimismo, un director ejecutivo de la compañía cotizada que forme parte del comité de remuneraciones de otra compañía en la que el consejero trabaje.
- Que cuente con algún miembro de su núcleo familiar en alguna de las situaciones descritas.

El hecho de que un consejero se halle al margen de las situaciones anteriores no garantiza, de modo absoluto, su independencia. En efecto, el propio Comité de Contabilidad y Estándares de cotización de la NYSE reconoce la imposibilidad de prever todas las circunstancias que pudieran llevar a la concurrencia de un conflicto de intereses y, en consecuencia, ser determinantes de la falta de independencia de un consejero. Ello no obstante, la exigencia del cumplimiento de unos parámetros como los expuestos supone un paso importante, máxime cuando en este momento únicamente existen criterios de determinación de la independencia de los consejeros en lo que se refiere a su participación en los correspondientes comités de auditoría de las sociedades cotizadas.

Asimismo, esa la incapacidad de configuración *a priori* de todas las posibles situaciones que pudieran concurrir en un consejero y privarle de su independencia a lo que responde la delegación en los consejos de administración de cada compañía cotizada de la determinación, caso por caso, del carácter independiente o no de sus consejeros, procediendo a un análisis ciertamente amplio de sus circunstancias (y de las de aquellas personas que componen su núcleo familiar), en tanto en cuanto su vinculación con la correspondiente compañía (y, en consecuencia, la pérdida de su independencia) puede derivarse de la

existencia de cualquier tipo de relación, ya sea comercial, industrial, o derivada, entre otras, de actividades bancarias, de consultoría y de asesoría legal y contable.

B) Creación de nuevos comités corporativos de gobierno y renovación de la regulación de los ya existentes

En el informe presentado el pasado 6 de junio al Consejo de Administración de la NYSE viene a proponerse la creación en las sociedades cotizadas, con carácter obligatorio, de dos nuevos comités corporativos, ambos integrados por consejeros independientes (el comité de designaciones y el de remuneraciones), así como importantes modificaciones en el régimen del ya previsto en la normativa actual comité de auditoría.

B.1. Comité de designaciones

El comité de designaciones se configura como de importancia central para el efectivo funcionamiento del consejo de administración, máxime en atención a la inclusión entre sus competencias fundamentales de la identificación de posibles candidatos para ocupar los asientos del consejo, la selección (o asesoramiento al consejo en dicha selección) del miembro o miembros del consejo de administración que representarán a éste en cada una de las juntas generales de accionistas, y el asesoramiento al consejo en el desarrollo y la adopción de una serie de principios básicos de gobierno corporativo.

B.2. Comité de remuneraciones

El comité de remuneraciones, por su parte, ha de contar como objetivo mínimo con el de descargar al consejo de administración de su responsabilidad en cuanto a la determinación de la remuneración de los ejecutivos de la compañía, así como preparar un informe anual sobre dichas remuneraciones para su inclusión en el denominado "*proxy statement*" (de presentación obligatoria a los accionistas con carácter previo a las correspondientes juntas generales).

Asimismo, el comité de remuneraciones habrá de revisar y aprobar los objetivos y logros de la compañía que sean relevantes a efectos de la determinación de la remuneración del "*Chief Executive Officer*" ("CEO"), cargo similar a lo que en nuestro país podría considerarse un director general, evaluar la actividad desarrollada por el referido CEO a la luz de los objetivos y logros referidos y, finalmente, a la vista de todo ello, decidir su nivel de remuneración.

Finalmente, y sin perjuicio de lo que más adelante se comentará en relación con este punto, el comité de remuneraciones será el encargado, asimismo,

de plantear al consejo de administración sus recomendaciones en cuanto a planes de retribución basados en objetivos y en la entrega de acciones u opciones sobre acciones de la propia compañía.

B.3. Comité de auditoría

Las reformas propuestas en relación con este comité, ya previsto en los estándares de cotización actuales, vienen a centrarse en dos aspectos fundamentales:

- Por un lado, se añaden nuevos requisitos en relación con los consejeros que vayan a formar parte de este comité, requisitos que vienen a referirse básicamente a su remuneración, en tanto en cuanto no podrán recibir mayor retribución que la propia de todo consejero, y al carácter de su presidente, quien habrá de ser experto en contabilidad o en gestión financiera.
- Por otro lado, se potencian las facultades y, por consiguiente, también las responsabilidades de este comité, al que viene a atribuirse en exclusiva la facultad de designación y cese de los auditores externos a la compañía, sujeta, en su caso, a la ratificación de los accionistas, pero que, en ningún caso, podrá delegarse en el consejo de administración.

En este sentido, resulta destacable el hecho de que se deja al criterio del comité de auditoría la decisión sobre la necesidad o no de que exista una rotación regular del socio de la firma auditora, o incluso de la propia firma auditora, que se designe para proceder a la auditoría externa de la compañía, a fin de asegurar permanentemente su independencia.

En efecto, el Comité de Contabilidad y Estándares de Cotización de la NYSE no establece como obligatoria la rotación periódica de auditores externos, en tanto en cuanto ésta no se considera condición esencial de la independencia del auditor ni garantía de una auditoría de calidad. La transición entre un auditor y el que le suceda podría generar obstáculos en el procedimiento de auditoría, privar a los auditores de la memoria institucional que les proporciona el haber auditado previamente a la compañía y hacer a aquéllos más dependientes de la información que les puedan proporcionar los órganos gestores de la compañía. Ésta es la visión que hallamos, asimismo, en nuestra legislación actual, en la que no se prevé la rotación obligatoria del auditor designado caso por caso por la junta general de socios o accionistas, la cual podría designar, una vez finalizado el periodo inicial de su mandato, a los mismos auditores para proceder a la revisión anual de sus estados financieros (no obstante tener que

proceder a la renovación de su cargo con carácter anual). Sin embargo, esta perspectiva se encuentra actualmente en proceso de discusión y reforma también en nuestro país, en el marco de las modificaciones recogidas en el Proyecto de Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

Es más, la labor del comité de auditoría no finaliza en la mera designación y cese de los auditores externos de la compañía, sino que ha de efectuar una revisión crítica de los estados financieros anuales y trimestrales auditados y proceder a la discusión de los principales riesgos financieros a los que se halla expuesta la compañía, así como a la revisión de las medidas que los gestores hayan adoptado para aminorar y controlar dichos riesgos.

C) Impulso de la capacidad de control otorgada a los accionistas en relación con determinados planes retributivos

Frente a la situación actual, en la que la aprobación requerida por parte de los accionistas en relación con los planes retributivos de consejeros y ejecutivos basados en la entrega de acciones representativas del capital social de la compañía o de opciones o derechos sobre éstas resulta plagada de excepciones en su aplicación, la propuesta lanzada en el informe del pasado 6 de junio trata de potenciar la intervención de tales accionistas en el establecimiento y desarrollo de estos planes.

En efecto, de acuerdo con lo dispuesto en el referido informe, los planes retributivos referidos son un instrumento adecuado para alinear los intereses de los accionistas con los de los órganos gestores de las compañías, y, como tales, requieren de la implicación de aquéllos en su configuración.

D) Adopción y publicación de un cuerpo de principios fundamentales de gobierno corporativo

Partiendo de la imposibilidad de establecer un cuerpo de líneas directrices que resulte válido para todas las compañías cotizadas, el Comité de Contabilidad y Estándares de Cotización Corporativos de la NYSE propone establecer como obligatorio para todas las sociedades cotizadas el contar con un cuerpo de líneas directrices propias que, abarcando temas tales como la cualificación necesaria para ser miembro del consejo de administración, sus responsabilidades (así como la de cada uno de los principales comités), retribución (de tanta importancia cuando se halla en juego la independencia de un consejero), etc., sea publicado en la página web de la compañía en cuestión (debemos asumir que todas ellas contarán con dicha página).

Es más, no sólo será objeto de publicación el referido cuerpo de principios básicos sino, asimismo, los códigos reguladores de cada uno de los comités anteriormente descritos y el código de conducta y ética empresarial de la compañía que deberá, asimismo, redactarse.

En efecto, entre las propuestas del informe presentado al consejo de administración de la NYSE el pasado 6 de junio, se encuentra la de exigir a las compañías cotizadas la redacción de un código de conducta y ética corporativa orientado al desarrollo de una cultura empresarial basada en la honestidad y que proporcione al personal de la compañía las herramientas adecuadas para reconocer y afrontar los problemas éticos que pudieran suscitarse en el desarrollo de su actividad. Este código, cuya exigencia supondría una novedad, en tanto en cuanto en la actualidad los estándares de cotización de la NYSE no recogen semejante requisito, permitirá, asimismo, un mayor control sobre la actividad de los consejeros y ejecutivos, dado que cualquier excepción a lo preceptuado en dicho código en relación con los consejeros o ejecutivos únicamente podrá ser autorizada por el consejo de administración o el comité correspondiente, debiendo ser, en todo caso, los accionistas de la compañía inmediatamente informados de ello.

E) Intervención del CEO en el desarrollo y efectividad de las propuestas anteriores

A fin de garantizar en la medida de lo posible el adecuado cumplimiento de los estándares de cotización previstos por la NYSE, el informe de su Comité de Contabilidad y Estándares de Cotización Corporativos sugiere una mayor involucración del CEO en el desarrollo de las propuestas referidas en los apartados anteriores.

A estos efectos, el referido Comité propone el establecimiento de la obligación por parte de los CEOs de cada compañía cotizada de certificar anualmente a la NYSE que la correspondiente compañía ha establecido los procedimientos adecuados para verificar la exactitud y corrección de la información provista a los inversores, que dichos procedimientos se han llevado a cabo y que el CEO carece de motivo razonable alguno para considerar que la información entregada a los inversores no es completa y exacta. Asimismo, en el oportuno certificado que deberá emitirse por el CEO, éste habrá de declarar no hallarse al tanto de violación alguna de los estándares de cotización de la NYSE por parte de la compañía.

Las propuestas mencionadas hasta el momento, sometidas a la consideración del Consejo de Administración de la NYSE, dejan, en principio, al margen a aquellas compañías no estadounidenses que coticen en la NYSE, las cuales

podrán seguir rigiéndose en materias fundamentales tales como la exigencia de comités de auditoría, regulación de sus juntas generales de accionistas, etc. por la normativa propia del Estado de su nacionalidad. No obstante, se requerirá que dichas compañías hagan público a los inversores las diferencias regulatorias que presenten frente a las compañías cotizadas estadounidenses.

Finalmente, y como no podría ser de otro modo, las modificaciones regulatorias expuestas van acompañadas de la potenciación de los mecanismos sancionadores en manos de la NYSE, la cual se propone sea dotada de la capacidad de emitir públicamente “reprimendas” a las compañías que, a su juicio, hayan incumplido con alguno de los estándares de cotización, así como, en caso de violaciones reiteradas o flagrantes, de acordar la suspensión o finalización de su cotización.

Como ya se ha mencionado anteriormente, las propuestas lanzadas por el Comité de Contabilidad y Estándares de Cotización Corporativos de la NYSE no permanecen únicamente en el ámbito propio de esta entidad sino que, asimismo, alcanzan a la SEC e, incluso, al Congreso de los Estados Unidos, a los que viene a sugerirse la adopción de medidas normativas fuera de la competencia de la NYSE.

En este sentido, entre las sugerencias realizadas a la SEC ha de destacarse la relativa a la necesidad de proceder a una nueva regulación de la industria auditora y su relación con las compañías objeto de auditoría, y a la creación de un cuerpo específico ocupado del control de su actividad, así como a la exigencia de una mayor transparencia en las operaciones de adquisición de acciones de la compañía por sus propios ejecutivos o consejeros, en relación con las cuales y frente al régimen actual, en el que dichas operaciones podrían demorarse hasta un año en hacerse públicas, se propone la imposición de un régimen de publicidad obligatoria en el plazo de dos días hábiles desde la realización de la correspondiente operación.

Por otro lado, en lo que se refiere a las medidas cuya adopción se solicita del Congreso de los Estados Unidos, éstas vienen referidas a una potenciación de los recursos y facultades otorgados a la SEC, a fin de que ésta pueda desarrollar adecuadamente su papel de vigilante del sistema, atribuyéndole, asimismo, la capacidad de sancionar a los consejeros y ejecutivos que incumplan sus obligaciones para con los accionistas a través del correspondiente procedimiento administrativo, más ágil y eficaz que el procedimiento judicial, cuya vía ha de seguirse en la actualidad.

En suma, el cuerpo de medidas previstas en su Informe de 6 de junio de este año por el Comité de Contabilidad y Estándares de Cotización Corporativos de la NYSE no trata sino de dar una adecuada respuesta a los escándalos

acaecidos en los últimos meses, que han puesto en entredicho la efectividad del sistema y, en consecuencia, han generado desequilibrios en los mercados bursátiles mundiales, desequilibrios éstos a los que también los gobiernos europeos han debido hacer frente. Hemos de esperar no obstante a la definitiva articulación normativa de las medidas propuestas y a su desarrollo efectivo a fin de poder conocer su eficacia correctora de un sistema que se ha evidenciado como manifiestamente incapaz de frenar actuaciones claramente perjudiciales para la confianza en el mercado y los intereses de los inversores.

Irantzu Irastorza Martínez

7. GRAN BRETAÑA: IMPULSO GUBERNAMENTAL A LA REVISIÓN DEL PAPEL DE LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES

Resulta un hecho obvio que el debate en torno al gobierno corporativo está suponiendo una constante revisión de los fundamentos del Derecho de sociedades. En los distintos Estados que de alguna forma han acogido el movimiento del *corporate governance* ocupa un lugar destacado el papel que en el diseño de los nuevos modelos se reserva a los consejeros independientes. Estamos ante una nueva categoría de consejeros que se presenta como no vinculada con los accionistas que tienen una mayor capacidad de influencia pero, sobre todo, ajena al equipo directivo de la empresa. De ahí que frente a la terminología que ha prosperado entre nosotros, en otros ordenamientos se prefiera definir a estos consejeros como no ejecutivos.

La recepción del nuevo modelo del *corporate governance* en distintos Estados, y en España en particular, generó una fundada expectativa sobre los efectos favorables que la presencia de los consejeros independientes podía tener para la mejor gestión de las grandes sociedades. Sin embargo, es un hecho no menos notorio que la realidad nos sitúa ante un escenario en el que la utilización de la figura de los consejeros independientes se ha convertido más en un argumento formal que en una deliberada opción a favor de introducir nuevos mecanismos en la gestión de las grandes sociedades. Tan negativa valoración creemos que está justificada por la más somera revisión de las informaciones publicadas por algunas de las principales empresas españolas en torno a la incorporación de quienes son presentados como consejeros independientes. Puede afirmarse que en estos años ha surgido una nueva clase directiva en el mundo empresarial español, caracterizada como los “independientes profesionales”, personas que han hecho de su designación como nuevos miembros de los consejos de administración de diversas sociedades una característica esencial de su actividad. No es extraño constatar cómo ciertas personas son repetidamente designadas en al-

gunas de las principales sociedades o en aquellas que están siendo objeto de procesos de privatización, sin que tan repetida y afortunada (para los designados) coincidencia tenga una explicación mínima. Con ello parece señalarse que esas personas, algunas de ellas con un prestigio profesional que no es particularmente conocido, acceden a esos puestos en función de relaciones personales que el mercado ignora, lo que puede sembrar dudas por la falta de transparencia y abonar reservas sobre la independencia de los elegidos.

Tampoco es un espectáculo singularmente edificante para el reconocimiento del beneficio que debe suponer la incorporación de consejeros independientes el hecho constatado en algunas sociedades en virtud del cual la marcha del presidente tiene como consecuencia más o menos inmediata la de los consejeros independientes. Algún medio informativo anunciaba abiertamente que el consejo de administración de una gran sociedad iba a modificar los independientes vinculados con el anterior presidente. Lo que llevará a sospechar que a esos consejeros independientes que fueron designados por quien era hasta poco tiempo antes el principal ejecutivo les sucede otro cuya característica diferenciadora será que gozan de la confianza del nuevo presidente. Es la credibilidad del sistema la que resulta perjudicada por ello. El nombramiento de esos “independientes” no sería sino una formal cobertura a la tradicional práctica de los presidentes entrantes de sentar a su vera a consejeros de absoluta confianza a la hora de respaldar su gestión.

Aun cuando sus negativos efectos sobre la confianza pública en el modelo de gestión de las grandes sociedades sean menos evidentes, en relación con los consejeros independientes se advierte también otra práctica criticable. Nos referimos a la tendencia a designar como independientes a ejecutivos de otras sociedades en las, que a su vez, quien ha designado a éstos como independientes ocupa esa misma función. Podría decirse que estamos ante una suerte de consejeros cruzados o en “favores” recíprocos a través de los consejos de administración correspondientes. En definitiva, volveremos a estar ante el tradicional problema de la utilización por los administradores de la facultad de designar por la vía de la cooptación a consejeros —que ahora son tildados como independientes— como apoyos para la gestión, con la contraprestación de que estos últimos recibirán idéntico respaldo en las sociedades en donde ejercen funciones ejecutivas.

Todo lo anterior empuja a poner en cuestión la credibilidad de los consejeros independientes en el momento actual. Los casos más o menos frecuentes y repetidos han acabado contaminando el sistema en su conjunto. Las críticas no han de dirigirse contra los Códigos de Buen Gobierno, sino hacia la aplicación que algunas sociedades deparan a esos Códigos. Es necesario revisar la posición que los “independientes” ocupan en el conjunto del sistema del gobierno corporativo, pues no deja de ser igualmente notorio que en todos los principales mercados hay una desconfianza absoluta hacia la gestión de las grandes socie-

dades que no puede verse abonada con prácticas que, lejos de suponer una adopción sincera de las medidas propuestas para una mejor administración de las grandes sociedades, son utilizadas para profundizar en los viejos defectos. Como autorizadamente se recordaba, entre las características del Código de Buen Gobierno aprobado entre nosotros destacaban su voluntariedad, que explicaba a su vez su calificación como ético [v. OLIVENCIA, “El gobierno de las sociedades”, en *Estudios Homenaje Sánchez Calero*, II, Madrid (2002), pp. 1778-1882]. Esto supone esperar de los destinatarios del Código la adopción “de buena fe” del modelo de gobierno societario que el Código comporta, por medio de una voluntaria adopción de los principios que lo inspiran. La práctica seguida en algunos casos en relación con los consejeros independientes no sólo no puede ser encuadrada en aquel criterio de conducta, sino que constituye una pícarra traición a los principios que se afirma acoger.

Es en ese panorama en donde hay que situar la reciente iniciativa británica consistente en el anuncio del Gobierno de llevar a cabo una revisión en profundidad de la posición de los consejeros no ejecutivos. Como se ha señalado de una forma descriptiva, parece que se quiere dar un paso hacia una mejor vigilancia de los vigilantes (este es el título de la reflexión que lleva a cabo RILEY, en “Monitoring the monitors: the DTI looks again at non-executive directors”, Sweet & Maxwell’s Company Law Newsletter nº 8, 2002, p. 1 y ss.). Se formulan en un tono crítico algunas reflexiones al hilo del anuncio que a principios de año llevó a cabo la responsable del Departamento de Comercio e Industria del Gobierno británico a partir de la necesidad de establecer un régimen más nítido con respecto a los consejeros no ejecutivos (v. la reseña del anuncio en “Audit. and NED corporate governance roles to be reviewed”, en Sweet & Maxwell’s Company Law Newsletter nº 4, 2002, pp. 4 y 5). Posteriormente el Gobierno encargó una investigación al respecto, a cuyo frente designó a un destacado hombre de empresa (cuyo nombramiento es objeto de crítica por RILEY, *op. cit.*, p. 3). El resultado inicial de esa investigación ha sido el documento que el 7 de junio de 2002 se sometió a consulta pública por parte del DTI, integrándolo bajo la expresiva rúbrica de las *post Enron initiatives* (v. HIGGS, D., *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, 7 de junio de 2002, 20 págs. y que puede localizarse a través de www.dti.gov.uk/cld/non_exec_review). En lo que puede suponer un argumento para el debate acerca de la forma de la reforma, no está de más recoger la postura expresada por el Gobierno británico al presentar esta iniciativa: “*Though the Government has an open mind, its preferred starting-point in this area is, if possible, an approach based on best practice, not regulation or legislation*”.

Es cierto que la experiencia no permite hasta el momento afirmar que los consejeros independientes sean una panacea para la gestión de las grandes sociedades cotizadas, y así se subraya que en la experiencia americana, donde abundan este tipo de análisis, los resultados son discrepantes. La presencia de

un mayor número de consejeros no ejecutivos no ha podido ser vinculada con una mejor gestión.

Lo que sí parece claro es que la definición de la posición de los consejeros independientes no puede ignorar algunos defectos que ya han quedado constatados en la experiencia británica. El hecho de que muchos de los que son nombrados como consejeros no ejecutivos ocupen, sin embargo, al mismo tiempo función ejecutiva en otras sociedades no puede pasar desapercibido. Se dice que esa coincidencia con funciones ejecutivas en otras sociedades favorece una complicidad o tolerancia por parte de los consejeros no ejecutivos con respecto a aquellos que llevan la gestión diaria de las grandes sociedades. No puede tampoco ignorarse que la posición del Consejero independiente estará revestida de una previsible tensión. Al fin y al cabo se pide a quien forma parte de un órgano colegiado que actúe como supervisor de sus compañeros y que corrija y denuncie los defectos y las irregularidades que advierta.

Se señala, sin duda con acierto, que esa revisión del papel de los consejeros independientes requiere llevar a cabo la revisión de la deseable configuración del órgano de administración en su conjunto. La efectividad de la labor de los consejeros no ejecutivos se dice que va a depender de algunas circunstancias tales como la proporción que ese tipo de consejeros va a significar en la composición del órgano de administración, su independencia con respecto a los directivos ejecutivos, lo que enlaza directamente con los mecanismos de selección y designación, las estructuras empresariales que se ponen a disposición de los consejeros independientes para que lleven a cabo su labor y, por último, la propia retribución que se destina a estos consejeros que debe ser, se dice, revisada al alza al objeto de hacer efectiva su capacidad.

La iniciativa británica es un antecedente útil para la experiencia española, pues no en vano el diagnóstico de los problemas y las cuestiones que para solucionarlo se vienen apuntando resultan igualmente válidas para las sociedades españolas.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

8. PROPUESTA DE MODIFICACIÓN DE LA PRIMERA DIRECTIVA EN MATERIA DE SOCIEDADES

Recientemente la Comisión Europea ha hecho público un documento en el que queda plasmada y justificada su Propuesta de Directiva por la que se modifica la Directiva 68/151/CE del Consejo en lo relativo a los requisitos de infor-

mación con respecto a ciertos tipos de empresas [v. COM(2002) 279 final, 3 de junio 2002, 22 pp.].

Se trata de una modificación que tiene su origen en el impulso que implica el proceso de simplificación de la legislación en el mercado interior (conocido como SLIM), que dio lugar ya en 1999 a un Informe de un Grupo de Trabajo *ad hoc* que recomendaba fórmulas de simplificación de la Primera y Segunda Directiva sobre Derechos de sociedades. En esencia esta modificación supone una actualización de las previsiones de la Directiva 68/151/CE haciendo en primer lugar más accesible la información que deben facilitar las sociedades pero, al mismo tiempo, simplificando los requisitos de divulgación de esa información. Otro cambio está sobradamente justificado en el largo tiempo que ha transcurrido desde la adopción de la Directiva 68/151/CE, que ha hecho posible que desde entonces se hayan ido aprobando numerosas Directivas comunitarias en las que de una u otra forma se afectaban documentos contables que, precisamente, han de ser objeto de divulgación al amparo de la Directiva que ahora se reforma. En consecuencia las referencias a las cuentas anuales en esas Directivas posteriores parecían absolutamente imprescindibles.

Otro cambio de orden práctico viene dado por la necesidad de tomar en consideración que la Primera Directiva ha de extender su alcance a nuevos tipos de sociedades que se han creado por alguno de los Estados miembros en los años posteriores a la adopción de la Directiva 68/151/CE. Se trata, en particular, de aquellas formas de sociedades de capital simplificadas.

Finalmente, otra de las razones que justifican la Propuesta que estamos reseñando es de tipo práctico. Se quiere contemplar la posibilidad de difusión de esa información a través de los nuevos medios electrónicos que se están generalizando y con ello también se quiere impulsar la posibilidad de acceso transfronterizo a la información de las sociedades de obligatoria difusión de acuerdo con la Directiva.

Christi Amesti Mendizábal

9. NUEVAS DIRECTIVAS SOBRE LOS ORGANISMOS DE INVERSIÓN COLECTIVA EN VALORES MOBILIARIOS (OICVM)

1. Los Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (en adelante, OICVM) son un categoría de inversores institucionales que se corresponde, aproximadamente, con nuestras Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, IIC) —en concreto, con aquellas IIC de tipo abierto que invierten en

valores mobiliarios (esto es, las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable y los Fondos de Inversión Mobiliaria)— y que está regulada, en el Derecho comunitario, por la Directiva 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985, “por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios”, parcialmente desarrollada por la Recomendación del Consejo 85/612/CEE y modificada, hasta ahora, por las Directivas 88/220/CEE, 95/26/CE y 2000/64/CE (ver nuestro manual de “*Derecho del Mercado de Valores*”, Barcelona 2000, pp. 34 y 35 y 104 y ss.).

2. La citada Directiva 85/611/CEE ha vuelto a ser modificada por dos Directivas publicadas en el DOCE del pasado 13 de febrero de 2002 de las que damos somera noticia. Se trata de la Directiva 2001/107/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 31 de enero de 2001, “que modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM), con vistas a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados” y la Directiva 2001/108/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 31 de enero de 2001, “que modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las inversiones de los OICVM”. Ambas Directivas entraron en vigor el día 13 de febrero de 2002, fecha de su publicación en el DOCE (conforme a sus respectivos arts. 4) e imponen a los Estados miembros el deber de adaptar sus legislaciones a los mandatos armonizadores no más tarde del 13 de agosto de 2003 y de aplicar las normas, una vez adaptadas, a más tardar el 13 de febrero de 2004 (de acuerdo con lo que establecen sus respectivos arts. 3). A este respecto y sin poder entrar en el detalle de este complejo régimen, podemos anticipar que el Reino de España tiene “preadaptadas” gran parte de las disposiciones contenidas en las dos nuevas Directivas (a este respecto, puede verse nuestra noticia en esta RDBB nº 83, 2001, pág. 286 y ss., sobre “La modificación del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva por el Real Decreto 91/2001”).

3. La primera Directiva 2001/107/CE modifica el régimen preexistente —contenido en la Directiva 85/611/CEE— en dos extremos, según anuncia su propio título:

- a) En primer término, establece un estatuto específico de las sociedades de gestión de los OICVM que, hasta el momento, estaban prácticamente faltas de regulación comunitaria. Y lo hace, desde el punto de vista formal, modificando la hasta ahora escuálida Sección III que pasa de denominarse genéricamente “disposiciones relativas a la es-

estructura de los fondos de inversión” a bifurcarse en otras dos Secciones de denominación más precisa, que son la Sección III sobre las “obligaciones relativas a las sociedades de gestión” multiplicando sus dos arts. 5 y 6 por los 14 preceptos que van del 5 al 5 nonies y del 6 al 6 quáter; y la Sección III bis, sobre las “obligaciones relativas al depositario” que abarca los actuales arts. 7 a 11. Sustancialmente, este nuevo estatuto de las sociedades gestoras de los OICVM sigue el bien conocido procedimiento de fijar las “condiciones de acceso a la actividad” (título A) y las “condiciones de ejercicio de la actividad” (título C), amén de ocuparse de las consecuencias de tal armonización en forma de “relaciones con terceros países” (título B) y del “derecho de establecimiento y libre prestación de servicios” (título D) por parte de estas sociedades de gestión. A este respecto, destaca la validez del “pasaporte comunitario” para que estas sociedades de gestión desarrollen en el Estado miembro de acogida un conjunto de actividades complementarias a la propia gestión de los OICVM, tales como la distribución de sus acciones o participaciones. En especial, debemos llamar la atención sobre la extensión del ámbito de actividad exclusivo de estas sociedades de gestión de OICVM hacia la gestión de carteras individuales y de fondos de pensiones, territorio de la máxima importancia práctica para potenciar el papel de estas sociedades en el mercado financiero comunitario.

Debe tenerse en cuenta que la Directiva 2001/107/CE también afecta a determinados aspectos de las “obligaciones relativas a las sociedades de inversión” (Sección IV), estableciendo sus “condiciones de acceso a la actividad” (Título A) y sus “condiciones de ejercicio de la actividad” (título B); así como a las “obligaciones del depositario” (Sección IV bis).

- b) El segundo aspecto en que incide la reforma de esta Directiva 2001/107/CEE es el del régimen del folleto completo y del simplificado que deben publicar la sociedad de gestión de un fondo de inversión o la sociedad de inversión, modificando los arts. 27 y 28 y concordantes, especialmente, para el caso de que comercialice sus participaciones en un Estado comunitario distinto del suyo de origen (arts. 46 y 47).

4. La segunda de las Directivas de que damos noticia, la 2001/108/CE incide, según su propio título indica, en el régimen de las inversiones de los OICVM, dado que este régimen es esencial en la configuración de estos Organismos, esta Directiva afecta a la noción de los OICVM. En este sentido, y partiendo de la base de la previsión de ampliación del ámbito de armonización

contenida en el preámbulo de la Directiva 85/611/CEE, esta Directiva 2001/108/CE, atendiendo a la evolución de los mercados de valores, amplía los objetivos de inversión de los OICVM de modo tal que les permite invertir en activos financieros, distintos de los valores mobiliarios, que sean suficientemente líquidos. En concreto, los OICVM podrán invertir, además de en los valores mobiliarios tradicionales (acciones y valores asimilables y obligaciones y deuda titulizada), en los siguientes instrumentos financieros:

- a) En los instrumentos del mercado monetario, categoría que abarca los valores no negociados en mercados regulados, sino en el mercado monetario, tales como las Letras del Tesoro y de las entidades locales, los certificados de depósito, los títulos de deuda de vencimiento a medio plazo, los pagarés de empresas y las letras bancarias (ver considerando 4).
- b) Las participaciones de otros OICVM o de otros organismos de inversión colectiva de tipo abierto que inviertan en los activos financieros líquidos contemplados en la Directiva 2001/108/CE y cuyo funcionamiento se base en el principio del reparto de riesgos (ver considerando 6).
- c) Los depósitos bancarios a la vista y los activos líquidos auxiliares (ver considerandos 8 y 9).
- d) Los instrumentos financieros derivados, limitando el riesgo máximo potencial en relación con los mismos de modo tal que no exceda el valor neto total de la cartera del OICVM; estableciéndose garantías específicas de carácter informativo para la protección de los inversores, especialmente cuando el OICVM invierta en instrumentos derivados no negociados en mercados organizados (OTC) (ver considerandos 11, 12 y 13).

Dado que, según dijimos, la ampliación del ámbito de inversión posible de los OICVM incide en la esencia del funcionamiento de estos Organismos, la Directiva 2001/108/CE afecta también a ciertos aspectos de gestión de los mismos, tales como:

- a) Las técnicas de gestión de cartera de los OICVM que invierten fundamentalmente en acciones u obligaciones y se basan en la reproducción de índices bursátiles o de obligaciones (ver considerando 14).
- b) Las finalidades de los propios OICVM, limitando la posibilidad de que los mismos posean filiales (ver considerando 15).

- c) La garantía de la libre comercialización transfronteriza de las participaciones de un conjunto amplio de organismos de inversión colectiva, asegurando simultáneamente un nivel mínimo armonizado de protección de los inversores.

5. Las Directivas comentadas modifican de manera profusa numerosos artículos de la Directiva 85/611/CEE que —recordémoslo— ya había sido modificada por Directivas precedentes. Por ello, el juicio positivo que, desde el punto de vista sustancial, merecen las reformas introducidas en el régimen de los OICVM para adaptarlos a la evolución del mercado financiero europeo no empece para advertir que, desde un punto de vista formal, convendría elaborar un texto refundido al modo de les fuerzo de racionalización —que tuvimos ocasión de saludar con alegría desde esta Revista (ver nuestra noticia en esta RDBBn^o83, 2001, pp. 267 y ss.)— realizado con la Directiva 2001/34/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, “sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores”.

Alberto Javier Tapia Hermida

10. ILCITUD DEL DESARROLLO REGLAMENTARIO DE LAS ACTIVIDADES PUBLICITARIAS DE LAS CAJAS DE AHORROS EN ANDALUCÍA

El recientemente publicado Decreto 138/2002, de 30 de abril, de la Consejería de Economía y Hacienda de la Junta de Andalucía (BOJA núm. 55), por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 15/1999, de 16 de diciembre, de Cajas de Ahorros de Andalucía, desarrolla de forma ilegal, dentro de los artículos dedicados a las actividades publicitarias (recogidos en la Sección 3.^a del Capítulo I del Título IV del Reglamento), la figura de la autorización de la actividad publicitaria de las Cajas de Ahorros sometidas a la antedicha Ley de Cajas de Ahorros de Andalucía.

Según el artículo 34, apartado primero, de la Ley de Cajas de Ahorros de Andalucía “la actividad publicitaria de las Cajas de Ahorros con domicilio social en Andalucía será objeto de comunicación previa a la Consejería de Economía y Hacienda”, puntualizando el apartado segundo del mismo artículo respecto a las Cajas de Ahorros no domiciliadas en Andalucía que “la comunicación de sus actividades publicitarias indicadas en el apartado anterior sólo será exigible cuando éstas se desarrollen en Andalucía”.

El desarrollo reglamentario operado por el Decreto 138/2002 de la Consejería de Economía y Hacienda distingue dos tipos de actividades publicitarias, distinción que no hace la Ley, en función de que en la publicidad se haga o no referencia, explícita o implícita, al coste o rendimiento de operaciones, servicios o productos financieros. Así el artículo 69.1 del Reglamento de Cajas de Ahorros de Andalucía establece la obligación de comunicación previa a la Dirección General de Tesorería y Política Financiera de la Consejería de Economía y Hacienda, respecto a la actividad publicitaria “que no afecte a operaciones, servicios o productos financieros o que, afectando a éstos, no haga referencia explícita o implícita a su coste o rendimiento”, debiendo señalar por nuestra parte que esta comunicación previa sí es conforme con lo preceptuado en la Ley 14/1999, de 15 de diciembre, de Cajas de Ahorros de Andalucía.

Sin embargo, el apartado segundo del artículo 69 del Reglamento de Cajas de Ahorros de Andalucía establece un régimen de autorización por el titular de la Dirección General de Tesorería y Política Financiera de la antedicha Consejería —no explícita si previa o no— para el supuesto de actividad publicitaria “sobre operaciones, servicios o productos financieros en la que se haga referencia, explícita o implícita, a su coste o rendimiento”; este sometimiento a autorización supone una innovación realizada por el Decreto que aprueba el Reglamento, en contra de lo previsto por la Ley de Cajas de Ahorros de Andalucía, la cual únicamente prevé la comunicación de la actividad publicitaria y no la autorización.

Este desarrollo reglamentario ilícito, por ir más allá de lo previsto en la Ley, ha tratado de recuperar el texto del artículo 31 del Anteproyecto de Ley de Cajas de Ahorros de Andalucía de fecha 24 de marzo de 1998, texto del Anteproyecto que rezaba en su apartado primero, “estará sujeta al régimen de autorización previa y expresa, por parte de la Consejería de Economía y Hacienda, toda actividad publicitaria de las Cajas de Ahorros con domicilio social en Andalucía, y las domiciliadas fuera de la Comunidad respecto a las campañas de publicidad a desarrollaren el territorio andaluz, en la que directa o indirectamente se apele al ahorro del público, se ofrezcan servicios o productos financieros y en general cualquier campaña que implique la captación de fondos, clientes o anuncios de riesgos por parte de la entidad de crédito mediante la divulgación por cualquier medio de comunicación”, continuando el segundo apartado del artículo 31 del Anteproyecto: “la publicidad carente de tales contenidos será simplemente objeto de comunicación a la citada Consejería, pudiéndose difundir sin más requisitos”.

Podemos apreciar, por tanto, cómo el desarrollo reglamentario, en contra de lo dispuesto por la Ley finalmente aprobada, vuelve a la doble clasificación del Anteproyecto con un régimen también doble, sometiendo a la publicidad de

las Cajas de Ahorros bien a autorización bien a comunicación previa, según el tipo de publicidad de que se trate, concluyendo que el requisito de autorización para la publicidad de operaciones, servicios o productos financieros, con referencia explícita o implícita a su coste o rendimiento, establecido por el Reglamento de Cajas de Ahorros de Andalucía, es ilícito.

Alfredo Meneses Vadillo

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— OBRAS GENERALES

AA.VV., *Kodex des österreichischen Rechts. Stand 1.9.2001*, 6.^aed., Viena (2001), 778 pp.

CHAMPAUD/DANET, “NRE (Loi n.º 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques)”, en *Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique* n.º 1 (2002), p. 17.

HUBER, CH., *Bankrecht*, Baden-Baden (2001), 200 pp.

NOBEL, P., *Entwicklungen im Bank- und Kapitalmarktrecht*, en *SJZ* n.º 1 (2002), p. 12.

SCHIMANSKY, H., *Bankrechts-Handbuch*, 2.^aed., Munich (2001), 1.524 pp.

EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BANCARIA EN OTROS PAÍSES

MALATESTA, A., “La legge sulla cartolarizzazione e la cessione di crediti ‘esteri’”, en *Banca Borsa e Titoli di Credito* n.º 1, parte 1.^a (2002), p. 92.

PORZIO/RISPOLI FARINA/ROTONDO, *La riforma delle società per azioni non quotate*, Milán (2000), XVI-450 pp.

NORMATIVA DE LA CEE EN MATERIA BANCARIA

BUNGER, H./BEIER, C.H., “Die Europäische Aktiengesellschaft”, en *EWS* n.º 1 (2002), p. 1.

EHRICKE, U., “Die neue europäische Insolvenzverordnung und grenzüberschreitende Konzerninsolvenzen”, en *EWS* n.º 3 (2002), p. 101.

FANKHAUSER, R., *Gemeinschaftsrechtliche Publizitäts- und Kapitalrichtlinie. Anpassungsbedarf des Schweizer Rechts. Ein Beitrag zur Diskussion über die Europaverträglichkeit des Schweizer Aktienrechts*, Berna (2001), 244 pp.

FREUDLING, M., *Die Umsetzung der zwölften Richtlinie des Rates der Europäischen Union auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts in den Rechtsordnungen Deutschlands und Italien*, Munich (2001), 154 pp.

GRYNBAUM, L., “La directive du commerce électronique ou l’inquiétant retour de l’individualisme juridique”, en JCP (2001), p. 1.617.

HOMMELHOFF, P./TEICHMANN, C., “Die Europäische Aktiengesellschaft – das Flaggenschiff läuft vom Stapel”, en SZW/RSDA n.º 1 (2002), p. 2.

MARINI/FAGES, “Le Centre européen de règlement des différends financiers, Euro Arbitrage”, en Euredia n.º 1 (2001-2002), p. 179.

ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

CIRAULO, F., “Il modello della gestione provvisoria nella crisi dell’impresa bancaria”, en Banca Borsa e Titoli di Credito n.º 1, parte 1.^a (2002), p. 54.

DACCÒ, A., “Alcune osservazioni in tema di estraneità all’oggetto sociale nei gruppi di società”, en Banca Borsa e Titoli di Credito n.º 1, parte 2.^a (2002), p. 80.

COOPERATIVAS DE CRÉDITO

MEO, G., “Perdita della mutualità e sorte dell’avviamento di banca di credito cooperativo”, en Banca Borsa e Titoli di Credito n.º 1, parte 1.^a (2002), p. 102.

ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

COCCA, T., *Die Rolle von Finanzintermediären im Internet. Finanz- und transaktionskostentheoretische Analyse der Auswirkung des Internetaufden Aktienprimärmarkt*, Berna (2002), 351 pp.

LOUVARIS, A., “Impartialité des organes de régulation (à propos de la Commission bancaire)”, en D. cah. dr. aff. (2001), p. 2.665.

NOUY, D., “The New Basel Capital Rules – How to find the right trade-off between flexibility and the level playing field or, in other words, between financial stability and legal safety?”, en Euredia n.º 1 (2001-2002), p. 9.

REICHERT, J./WELLER, M.-P., “Haftung von Kontrollorganen”, en ZRP n.º 2 (2002), p. 49.

WAGENER, A., *Die Europäische Zentralbank*, Wiesbaden (2001), 227 pp.

SECRETO BANCARIO (INFORMACIONES DE LA BANCA)

DEUTSCHER SPARKASSEN- UND GIROVERBAND e.V., *Bankgeheimnis und Bankauskunft in der Praxis*, 6.^a ed., Stuttgart (2000), 158 pp.

SOTONIETO, F., “Blanqueo de capitales. Connotaciones jurisprudenciales”, en *La Ley* n.º 5508 (22 de marzo de 2002), p. 15 y ss.

BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)

LIERMANN, M., *Die deutschen Kreditinstitute im Spannungsfeld von deutschem und europäischem Recht*, Frankfurt (2002), 244 pp.

ROLIN JACQUEMYNS/VAN HUFFEL, “L’impact de la directive commerce électronique sur la réglementation européenne des services financiers”, en *Euredia* n.º 1 (2001-2002), p. 45.

CONTRATOS BANCARIOS

AUCKENTHALER, F., “Le Global Netting: l’article L. 431-7 du Code monétaire et financier modifié par la loi du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économique”, en *JCP* (2001), p. 1.669.

DELPECH, X., “Quand la réglementation interbancaire s’applique à la clientèle!”, note sous *Com. 17 juillet 2001*”, en *D. cah. dr. aff.* (2001), p. 2.738.

FERRO LUZZI, F., *L’imputazione precontrattuale: il preliminare, la trattativa*, Padua (1999), VI-188 pp.

HARTMANN, ST., *Die vorvertraglichen Informationspflichten und ihre Verletzung. Klassisches Vertragsrecht und modernes Konsumentenschutzrecht*, Friburgo (2001), 246 pp.

KRÜGER, U., “Kreditusage ohne Kreditgewährung?”, en *WM* n.º 4 (2002), p. 156.

MAGGLIOLO, M., “Predisposizione e ‘scambio senza accordo’ nei contratti bancari”, en *Banca Borsa e Titoli di Credito* n.º 1, parte 1.^a (2002), p. 31.

OHLER, C., “Aufsichtsrechtliche Fragen des electronic banking”, en *WM* n.º 4 (2002), p. 162.

SCHOTTE/MALHERBE, “Commerce électronique: fiscalité directe et indirecte”, en *Revue Pratique des Sociétés*, 3.^{er} trimestre (2001), p. 215.

SCOTTI CAMUZZI, S., “Il project financing nel settore pubblico e la legge ‘Merloni-ter’”, en *Banca Borsa e Titoli di Credito* n.º 1, parte 1.^a (2002), p. 1.

DESCUENTO

WERTHERROMAGNO, G., “Losconto bancario come contratto diliquidità”, en Banca Borsa e Titoli di Credito n.º 1, parte 2.^a (2002), p. 42.

PRÉSTAMO

WITTIG, J./WITTIG, A., “Das neue Darlehensrecht im Überblick”, en WM n.º 4 (2002), p. 145.

GARANTÍAS EN LA ACTIVIDAD BANCARIA

AYNES, L., “Une discrète consécration de la cession de créances futures à titre de garantie, note sous Civ. 1, 20 mars 2001”, en D. cah. dr. aff. (2001), p. 3.110.

BONNEAU, “Information de la caution. Mise en demeure et sanction, note sous Com. 25 avril 2001 (deux arrêts)”, en Droit sociétés n.º 19 (2001), p. 125.

BRIOLINI, F., “Un interessante caso di pignoramento di certificati di deposito e di compensazione con il credito della banca”, en Banca Borsa e Titoli di Credito n.º 1, parte 2.^a (2002), p. 58.

DE LUCA, N., “Brevi note in margine alla fideiussione a termine dello scoperto di conto corrente”, en Banca Borsa e Titoli di Credito n.º 1, parte 2.^a (2002), p. 89.

DELEBECQUE, “Le cautionnement des dirigeants de sociétés: le renversement de tendance se confirme, note sous Com. 6 février 2001”, en Bulletin Joly (2001), p. 847.

TARDIVO, C.-M., “Sulla costituzionalità delle norme in tema di cose smarrite, rubate o provenienti da terzo, costituite in pegno”, en Banca Borsa e Titoli di Credito n.º 1, parte 2.^a, (2002), p. 4.

OTROS SERVICIOS BANCARIOS. TARJETA DE CRÉDITO

KOCH, C., “Neue AGB für Überweisungen”, en ZBB n.º 1 (2002), p. 57.

FÁCTORING

AMMAR, D., “Affacturage: le recours du factor contre son client n’ôte pas la dette du débiteur cédé, note sous Com. 10 octobre 2000”, en D. cah. dr. aff. (2001), p. 2.734.

— DERECHO BURSÁTIL

EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES Y EN LA CEE

AA.VV., “Annual Review of Federal Securities Regulation”, en *The Business Lawyer* n.º 2 (2002), p. 885.

BÄLZ, H., *Der Auskunftsanspruch gem. Paragraff 131 AktG und das Informationsbedürfnis des Aktionärs als Verbandsmitglied und Kapitalanleger*, Frankfurt (2001), 218 pp.

BETANCORRODRÍGUEZ, A., “El caso Enron: un análisis desde el Derecho público”, en *La Ley* n.º 5502 (14 de marzo de 2002), p. 1.

BRANDL, E./WOLFBAUER, R., *Finanzdienstleistungen nach dem Finanzmarktaufsichtsgesetz. Kommentierte Darstellung der Neuerungen für Finanzdienstleister. WAG, FMABG und BWG (Auszüge) mit Erläuterungen*, Viena (2002), 224 pp.

FERRAN/GOODHART, *Regulating Financial Services and Markets in the Twenty First Century*, Oxford (2001), 345 pp.

GERBER, O., *Die Prospekthaftung bei Wertpapieremissionen nach dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz. Eine Untersuchung der Vorschriften des Börsengesetzes und des Verkaufsprospektgesetzes im Vergleich zur US-amerikanischen Regelung*, Baden-Baden (2001), 200 pp.

GROSS, W., *Kapitalmarktrecht. Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verkaufsprospektgesetz und zur Verkaufsprospekt-Verordnung*, 2.ª ed., Munich (2002), 512 pp.

GRÜNWARD, A./SCHUMMER, G., *Wertpapierrecht*, 3.ª ed., Viena (2001), 92 pp.

KNOLL, M., “Ethical Screening in Modern Financial Markets: The Conflicting Claims Underlying Socially Responsible Investment”, en *The Business Lawyer* n.º 2 (2002), p. 681.

PRECHTEL, A., *Europarechtliche Rahmenbedingungen für grenzüberschreitende Wertpapierhandelssysteme*, Frankfurt (2001), 471 pp.

SEIBERT, U., “Im Blickpunkt: Der Deutsche Corporate Governance Kodex ist da”, en *BB* n.º 12 (2002), p. 581.

SEIBT, C.H., “Deutscher Corporate Governance Kodex und Entsprechens-Erklärung (Paragraff 161 AktG-E)”, en *Die Aktien-Gesellschaft* n.º 5 (2002), p. 249.

WOLF, M., “Corporate Governance”, en *ZRP* n.º 2 (2002), p. 59.

OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL

KISTLER, P.M., *Die Erfüllung der (aktien- und börsenrechtlichen) Meldepflicht und Angebotspflicht durch Aktionärsgruppen. Unter besonderer Berücksichtigung von Art. 663c OR, Art. 20f. und Art. 32 BEHG*, Zurich (2001), 315 pp.

PERRONE, A., “Falsità del prospetto e responsabilità civile della Consob”, en *Banca Borsa e Titoli di Credito* n.º 1, parte 2.^a (2002), p. 19.

RANDZIO-PLATH, CH., “Safeguarding democratic control and transparency in securities regulation”, en *Euredia* n.º 1 (2001-2002), p. 5.

SELIGMAN, J., “Rethinking Securities Markets: The SEC Advisory Committee on Market Information and the Future of the National Market System”, en *The Business Lawyer* n.º 2 (2002), p. 637.

RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN DE LOS MERCADOS

BECKER, B.Ch., *Die institutionelle Stimmrechtsvertretung der Aktionäre in Europa. Vorschläge für europäische Mindeststandards auf der Grundlage einer rechtsvergleichenden Analyse der Stimmrechtsvertretungssysteme in Deutschland, England, Spanien, Frankreich und Italien*, Frankfurt (2001), 321 pp.

CLAUSSEN, C., “Dem Neuen Markt eine zweite Chance”, en *BB* n.º 3 (2002), p. 105.

EKKENGA, J., “Kurspflege und Kursmanipulation nach geltendem und künftigem Recht”, en *WM* n.º 7 (2002), p. 317.

MÖLLER, A., “Die Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz”, en *WM* n.º 7 (2002), p. 309.

RAMSER, M., *Handelssysteme für Aktien junger Gesellschaften. Theoretische, empirische und praktische Aspekte des Markt des ins*, Berna (2002), 220 pp.

WAGNER, K.-R., “Kapitalanlegerechtliche Aufklärungspflichten bei betrieblichen Mitarbeiter-Kapitalbeteiligungen und Private Equity-Beteiligungen im Mittelstand”, en *BKR* n.º 1 (2002), p. 17.

ADMISIÓN A COTIZACIÓN

HACKSTEIN, M., *Going private. Der Rückzug von der Wiener Börse*, Viena (2001), 220 pp.

KORTS, S./KORTS, P., *Der Weg zur börsennotierten Aktiengesellschaft. Leitfaden für das Going public von Unternehmen*, 2.ª ed., Heidelberg (2001), 373 pp.

LANGENBACH, W., *Börseneinführungen von Tochtergesellschaften. Eine konzeptionelle und empirische Analyse zur Optimierung der Rationalitätssicherung durch Märkte*, Wiesbaden (2001), 455 pp.

SCHANZ, K.-M., *Börseneinführung. Recht und Praxis des Börsengangs*, 2.ª ed., Munich (2001), 628 pp.

SEPPELFRICKE, P./SEPPELFRICKE, J., “Going Public im Rahmen eines Reverse Mergers – eine Analyse am Beispiel der Broadnet Mediascape Communications AG” en BB n.º 8 (2002), p. 365.

CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL

BUSCH, T., “Aktuelle Rechtsfragen des Bezugsrechts und Bezugsrechtssausschlusses beim Greenshoe im Rahmen von Aktienemissionen”, en Die Aktien Gesellschaft n.º 4 (2002), p. 230.

CIESINSKI, H. T., *Wertpapierhandel im Internet. Rechtliche Rahmenbedingungen für den Vertrieb von Investmentanteilen und Aktien*, Marburg (2001), 159 pp.

FREDEBEIL, U., *Aktienemissionen. Das underwriting agreement (der Übernahmevertrag) und seine spezifischen Klauseln*, Frankfurt (2002), 319 pp.

KNIEF/NÖTHEN, “Zwischenberichterstattung mittlere Unternehmen”, en DB n.º 3 (2002), p. 105.

PETERS, A. C., *Die Haftung und die Regulierung von Rating-Agenturen*, Baden-Baden (2001), 233 pp.

SÄNGER, H., *Investor relations im Internet. Eine Untersuchung auf der Grundlage funktionen orientierter und institutionen ökonomischer Überlegungen*, Frankfurt (2001), 329 pp.

VONKOPP-COLOMB/LENZ, “Angebote von Wertpapieren über das Internet”, en BKR n.º 1 (2002), p. 5.

OPAS

AHA, Ch., “Rechtsschutz der Zielgesellschaft beim mangelhaften Übernahmeangebot”, en Die Aktien Gesellschaft n.º 3 (2002), p. 160.

ASSMANN, H-D., “Erwerbs-Übernahme- und Pflichtangebotenachdem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz aus der Sicht der Bietergesellschaft”, en Die AktienGesellschaft n.º 3 (2002), p. 114.

ASSMANN, H-D., “Die Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angebotsunterlage nach Paragraff12 WpÜG”, en Die AktienGesellschaft n.º 3 (2002), p. 153.

BUSCH, T., “Bedingungen in Übernahmeangeboten”, en Die AktienGesellschaft n.º 3 (2002), p. 145.

FRAUENFELDER, I., *Die Pflichten der Zielgesellschaft gem. Art. 29 BEGH. Eine Analyse des Verhältnisses zwischen Aktionären und Management im Übernahmekontext*, Zurich (2001), 214 pp.

GEIBEL/SÜSSMANN, *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG). Kommentar mit WpÜG-Angebotsverordnung und den geänderten Vorschriften in AktG, WpHG, KAGG, VerkProspg, VerkProspVO, GKG und BRAGO*, Munich (2002), 810 pp.

HARBARTH, S., “Kontrollerlangung und Pflichtangebot”, en ZIP n.º 8 (2002), p. 321.

HOVASSE, H., “Réforme des OPA (arrêté du 18 décembre 2000 portant homologation des modifications des titres I à VI du Règlement Général du CMF)”, en Droit sociétés n.º 24 (2001), p. 151.

KALLEYER, H., “UmwandlungnachUmwGundUnternehmensacquisition”, en DB n.º 11 (2002), p. 568.

KRAUSE, H., “ProphylaxegegenfeindlicheÜbernahmeangebote”, enDie AktienGesellschaft n.º 3 (2002), p. 133.

KRAUSE, H., “DasneueÜbernahmerecht”, enNJWn.º10(2002), p. 705.

LEHRER, ST., *Unternehmenskontrolle und Übernahmerecht*, Baden-Baden (2001), 320 pp.

LUTTER, M., “DieKontrolledergesellschaftsrechtlichenOrgane:Corporate Governance – ein internationales Thema”, en Jura n.º 2 (2002), p. 83.

MÖLLER, A., “RechtsmittelundSanktionennachdemWertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz”, en Die AktienGesellschaft n.º 3 (2002), p. 170.

NOBEL, P., “Zur 13. EU-Richtlinie und zur Frage der Harmonisierung überhaupt”, en SZW/RSDA n.º 1 (2002), p. 30.

RONTCHEVSKY, N., “Ledroitfrançaisdesoffrespubliquesd’acquisition après la loin.º2001-420relativeauxnouvellesrégulationséconomiques”, Bulletin Joly Bourse (2001), p. 357.

SCHÄRF, W.-G., *Übernahmegesetz*, Viena (2001), 301 pp.

SCHNEIDER, U.H., “Die Zielgesellschaft nach Abgabe eines Übernahme- oder Pflichtangebots”, en *Die Aktiengesellschaft* n.º 3 (2002), p. 125.

SCHNORBUS, Y., “Drittklagen im übernahmeverfahren”, en *ZHR* n.º 1 (2002), p. 72.

SEIBT, C.H., “Arbeitsrechtliche Aspekte des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes”, en *DB* n.º 10 (2002), p. 529.

VETTER, E., “Squeeze-out. Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre aus der Aktiengesellschaft nach den Paragrafs 327 a-327 f AktG”, en *Die Aktiengesellschaft* n.º 3 (2002), p. 176.

WERLEN, ST., *Die Rechtsstellung der Zielgesellschaft im Übernahmekampf. Darstellung nach schweizerischem Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie unter Berücksichtigung des Vorschlags für eine 13. Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts betreffend Übernahmeangebote*, Zurich (2001), 327 pp.

ZIFF, E.D., “The Effect of Corporate Acquisitions on the Target Company’s License Rights”, en *The Business Lawyer* n.º 2 (2002), p. 767.

ZINSER, A., “Das neue Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen vom 1. Januar 2002”, en *WM* n.º 1 (2002), p. 15.

RÉGIMEN DE LOS INSIDER

SANDOW, J., *Primär- und Sekundärinsider nach dem WpHG. Ein rechtsvergleichende Darstellung unter besonderer Berücksichtigung der Finanzanalysten*, Frankfurt (2001), 297 pp.

TÍTULOS VALORES

— VALORES MOBILIARIOS

ACCIONES

BEZZENBERGER, T., *Der Erwerb eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft*, Colonia (2002), 228 pp.

CABRELLI, D., “In Dire Need of Assistance?: Sections 151-158 of The Companies Act 1985”, en *The Journal Business Law* (mayo 2002), p. 272.

SENGER/VOGELMANN, “Die Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien”, en Die AktienGesellschaft n.º 4 (2002), p. 193.

THIEL, S., *Spartenaktien für deutsche Aktiengesellschaften. Übernahme des US-amerikanischen Tracking-Stock-Modells in Europäische Rechtsordnungen*, Colonia (2001), 384 pp.

OBLIGACIONES

LE DOLLEY, E., “Les bons de souscription de parts de créateur d’entreprise - Écueils juridiques et fiscaux d’application”, Bulletin Joly (2001), p.953.

TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho bancario*, Manuales Básicos, Ed. Cálamo, Barcelona, 2002, 266 páginas.

I. Este “manual” de Derecho bancario, debido a Alberto J. Tapia, ha surgido en el ámbito de los estudios de la Facultad de Ciencias Económicas, es decir, con el mismo motivo con el que nació el libro del maestro Garrigues sobre *Los contratos bancarios*, que, como indicaba en su prólogo, había surgido de las explicaciones de esa materia en la misma Facultad, lo que me permite recordar, que ya hace más de veinticinco años tuve que afrontar esa misma tarea, en una asignatura que estaba en el segundo ciclo de una de las especialidades del plan de estudios de Ciencias Económicas y Empresariales, que llevaba igual denominación de “Derecho bancario”, con la particularidad de que entonces se disponía de un curso entero para explicar esa materia. Pocos años después, la asignatura se vio constreñida a un “semestre”, cuya duración se reduce, de hecho, a poco más de tres meses, al tiempo que la floración de las disposiciones sobre la actividad bancaria y de las modalidades de los contratos bancarios experimentaban un aumento en sentido contrario. Afortunadamente tales cambios no tuve que sufrirlos, pero sí Alberto Tapia.

Sirvan estos recuerdos personales no ya sólo para explicar el cauce en el que se ha debido mover el profesor Tapia Hermida a la hora de redactar el libro que ahora ve la luz, sino para mostrar mi admiración por la forma en que ha sabido hacerlo. Porque nos encontramos con una exposición completa, clara y esencial de la materia, que comprende tanto una referencia al sistema bancario y a las normas de supervisión de la actividad bancaria, como a los contratos bancarios, varios de los cuales han sido objeto de atención por parte del propio autor en diversos artículos, que en esta obra ha sabido sintetizar de manera altamente meritoria, fruto de una claridad de pensamiento nada común.

Nos hallamos, por consiguiente, con un libro que se inserta dentro de lo que en la primera mitad del siglo pasado el propio Garrigues calificara como “Derechos informativos”, en el sentido de exponer el régimen completo de una determinada materia, comprendiendo tanto las normas jurídico privadas como públicas, que en este caso inciden en uno de los aspectos más importantes de lo que viene denominándose como mercado financiero. Pero este libro tiene también otro significado que no quiero dejar pasar en estas líneas y que consiste en que, con él, su autor ha terminado una trilogía de manuales —debidos todos ellos a la misma exigencia de los planes de estudio de las Facultades de Ciencias Económicas y al encargo del profesor Tapia de explicar esas materias— que afecta a los tres grandes bloques normativos que regulan los sectores de ese mercado financiero: el mercado de valores, el de los seguros y el bancario. A estos tres sectores corresponden tres “manuales”, que Alberto Tapia ha sabido redactar con especial acierto.

II. Esta *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* que dirijo ha tenido como propósito esencial desde su fundación servir de cauce para la publicación de estudios acerca de dos de los Derechos señalados, sin perjuicio de que sus ya muchas páginas hayan acogido análisis de aspectos relacionados con el Derecho de seguros y, muy en particular, con el régimen de los planes y fondos de pensiones. Junto a esta investigación especializada en los campos indicados, es lo cierto que —sin perjuicio de la existencia de numerosas monografías generales sobre los sectores normativos indicados o sobre determinados aspectos de los mismos— se echaba en falta la presencia en nuestro país de manuales que, al igual que ocurre en los restantes países de nuestro entorno, se ocuparan de hacer una exposición de los Derechos mencionados. En este sentido, el profesor Alberto Tapia —miembro del Consejo de Dirección de esta Revista— ha desarrollado, desde el año 2000, el ambicioso proyecto, al que me he referido, consistente en sintetizar el contenido esencial de los tres Derechos financieros señalados en otros tantos manuales con vocación didáctica. Así, en el año 2000, vio la luz el manual sobre el *Derecho del mercado de valores* que fue seguido, en el año 2001, por el manual sobre el *Derecho de seguros y fondos de pensiones*. Ahora nos ofrece este último manual básico sobre el *Derecho bancario* que coincide con los dos anteriores en lo principal, es decir en su orientación didáctica para ofrecer una síntesis clara de una regulación compleja y difiere en algunos aspectos accesorios. Así, en la forma ha reducido el abuso de abreviaturas y acrónimos que, siendo frecuentes y útiles en la normativa financiera, dificultan la lectura y la comprensión rápida de lo escrito, mientras que, en el fondo, ha añadido algunas referencias sintéticas a la jurisprudencia reciente en materia bancaria, así como a las decisiones del Servicio de Reclamaciones del Banco de España.

III. El contenido del manual que ahora reseño se acomoda a los moldes clásicos de exposición del Derecho bancario en los países desarrollados. De modo tal que, tras abordar los aspectos conceptuales en la lección primera, entra en el examen de los dos grandes apartados del Derecho bancario: el público, referido fundamentalmente a la ordenación y supervisión de la actividad bancaria, y el privado, o de la contratación. En primer lugar, la exposición del Derecho público bancario parte del estudio de los diferentes tipos de entidades de crédito y de otros intermediarios y entidades que actúan en el mercado bancario y sigue con la exposición de las condiciones comunes de acceso y ejercicio de la actividad bancaria, de las entidades y mecanismos de control público del mercado bancario y otros aspectos relativos a los Fondos de Garantía de Depósitos y la actividad transfronteriza de las entidades de crédito. En segundo término, el examen del Derecho privado bancario se inicia con los aspectos generales de la contratación bancaria para ocuparse, después y por su orden natural, de las operaciones que conforman el concepto esencial de entidad de crédito en el Derecho español y en el comunitario, esto es: los contratos bancarios pasivos o

depósitos y los contratos bancarios activos, de préstamo y crédito. Tras el examen de la esencia de la contratación bancaria, se aborda el estudio de los contratos accesorios o neutros desde el punto de vista crediticio, prestando una particular atención a los que realizan las entidades de crédito en el mercado de valores. El libro acaba con la exposición de algunos contratos u operaciones parabancarias, tales como el arrendamiento financiero o *leasing* y el *factoring*, amén de las relaciones entre banca y seguros.

No quiero concluir estas líneas sin decir que se trata de un manual que ofrece una valiosa síntesis del Derecho bancario vigente en nuestro país que, por lo tanto, resultará de una gran utilidad en el ámbito de la docencia universitaria de las asignaturas especializadas, sin perjuicio de su interés informativo general, ya que implica una aportación a nuestra literatura jurídica que ofrece una visión, en apretada y difícil síntesis, del conjunto de normas que regulan este sector del llamado mercado financiero.

Fernando Sánchez Calero