

# ÍNDICE

Página

---

## ARTÍCULOS

### 5. Contratos (continuación)

- El principio de concentración de las operaciones bursátiles: el impacto de la Ley 37/1998 de reforma de la Ley del Mercado de Valores. *Carlos Salinas Adelantado* ..... 7
- Los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones: algunos aspectos contractuales. *Eduardo M.ª Valpuesta Gastaminza* ..... 39

### 6. Cuestiones societarias

- La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del Mercado de Valores. *Alejandro Fernández de Araoz Gómez-Acebo* ..... 65
- Responsabilidad administrativa por infracción al régimen de participaciones propias y recíprocas en Sociedades Anónimas. *M.ª de la Sierra Flores Doña* ..... 135

## JURISPRUDENCIA

- La unilateralidad en la determinación del tipo de interés por las entidades de crédito. *M.ª Victoria Petit Lavall* ..... 169

## NOTICIAS

1.	Una iniciativa comunitaria para la adopción de un Reglamento sobre procedimientos concursales. <i>José M.<sup>a</sup> Viguera Rubio</i> ..	189
2.	La modificación del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones por el Real Decreto 1589/1999. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> .	199
3.	Circular de la CNMV sobre transparencia en las operaciones en los mercados de valores. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i> .....	203
4.	Regulación de la firma digital. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> .....	204
5.	La Circular 4/1999 de la CNMV en relación con las entidades de capital riesgo. <i>Victor Cervera-Mercadillo</i> .....	205
6.	Aprobación del Reglamento sobre la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios por el Real Decreto 1588/1999. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> .....	206
7.	Norma técnica de auditoría sobre el “Efecto 2000”. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> .....	211
8.	Modificación parcial de la regulación de las OPAS. <i>Jaime Baïllo Morales-Arce</i> .....	212

## BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía .....	217
INDICE GENERAL DEL AÑO 1999 .....	241

---

# ARTÍCULOS

---

## **5. CONTRATOS (continuación)**

# **EL PRINCIPIO DE CONCENTRACIÓN DE LAS OPERACIONES BURSÁTILES: EL IMPACTO DE LA LEY 37/1998 DE REFORMA DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES**

CARLOS SALINAS ADELANTADO

*Doctor en Derecho  
Profesor titular de Derecho Mercantil  
Universidad de Valencia*

---

### **SUMARIO**

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. QUÉ ES EL PRINCIPIO DE CONCENTRACIÓN.
  - 1. El principio de concentración es un concepto jurídico.**
  - 2. Está muy relacionado con otros principios afines.**
  - 3. Es característico de los mercados de órdenes.**
  - 4. El principio de concentración es un concepto polémico.**
- III. CÓMO ESTABA REGULADO ANTES DE LA REFORMA DE 1998.
  - 1. Ley del Mercado de Valores (redacción de 1988).**
  - 2. El RD 1416/1991, sobre operaciones bursátiles especiales.**
  - 3. La situación en los mercados secundarios no bursátiles.**
  - 4. Conclusión: la relatividad de la vigencia del principio de concentración.**

IV. REGULACIÓN ACTUAL.

1. Premisas impuestas por la DSI.

2. Su transposición al Derecho español.

2.1. El ejemplo de la transposición realizada por los países de “modelo latino”.

2.2. El art. 36 LMV.

A) Cambios concretos introducidos.

B) Sentido general del precepto.

2.3. Claves para el futuro desarrollo reglamentario.

V. CONCLUSIONES: ¿ES REALMENTE NECESARIO EL PRINCIPIO DE CONCENTRACIÓN?

---

I. INTRODUCCIÓN <sup>(1)</sup>

En 1998 celebramos el décimo aniversario de un texto normativo, la Ley del Mercado de Valores, cuya importancia en la modernización de nuestro mercado de valores está fuera de toda duda <sup>(2)</sup>. Sin embargo, mucho ha cambiado desde aquel ya lejano 1988. Por ello, esta celebración coincide con la reforma más importante hecha hasta la fecha de este cuerpo legal. Nos referimos a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre <sup>(3)</sup>, de reforma de la Ley 24/1988 del Mercado

---

<sup>(1)</sup> Quiero agradecer las observaciones e ideas que me ha aportado para la realización de este trabajo D. Pedro Kirchner, Abogado y coautor del libro KIRCHNER/SALINAS, *La Reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Valencia, 1999; aunque, lógicamente, las opiniones aquí vertidas son exclusiva responsabilidad del autor.

<sup>(2)</sup> Conf. FERNÁNDEZ ARMESTO, L./DE CARLOS BELTRÁN, J., *El Derecho del mercado financiero*, Madrid, Civitas, 1992, p. 53. Todo ello, a pesar de la polémica que envolvió su elaboración y primeros pasos (vid. ABELLA SANTAMARÍA, J., *La ordenación del Mercado de Valores*, Madrid, Tecnos, 1995, p. 20; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “A modo de pronuntario sobre una reforma polémica: La Ley 24/1988 del mercado de valores”, en *RDM*, n.º 192, 1989, p. 265; VERDERA, E. “Del tratamiento administrativo parcelado a la reforma global del mercado de valores”, en AAVV, *El nuevo mercado de valores*, Bolonia, 1993, pp. 17-19).

<sup>(3)</sup> BOE de 17 de noviembre de 1998.

de Valores<sup>(4)</sup>, cuya finalidad fundamental<sup>(5)</sup> es transponer a nuestro Derecho la Directiva de Servicios de Inversión de 10 de mayo de 1993 (DSI)<sup>(6)</sup>.

El objetivo básico de la Unión Europea con la elaboración de esta Directiva era la consecución efectiva dentro del mercado de valores europeo de las libertades de establecimiento y de prestación de servicios. Sin embargo, para llevarlo a cabo se encontraron con importantes obstáculos<sup>(7)</sup>.

---

(4) Sobre esta reforma vid. AAVV, *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, CDBB, Madrid, 1996; ABELLA SANTAMARÍA, J., “La Directiva relativa a los Servicios de Inversión en el ámbito de los Valores Negociables”, en *RDBB*, enero de 1994, pp. 55-88; id., *La ordenación del mercado de valores...*, cit., pp. 182-214; MÍNGUEZ, R., “Reflexiones sobre la Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores como consecuencia de la transposición al ordenamiento interno de la Directiva 93/22/CEE de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables”, en *CDC*, diciembre de 1995, pp. 329-343; ARRANZ PUMAR, G., “Anteproyecto de Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores”, en *RdS*, n.º 4, 1995, pp. 442-458; ZUNZUNEGUI, F., “Adaptación de la Ley del Mercado de Valores a la Directiva de Servicios de Inversión”, en *DN*, n.º 56, 1995, pp. 1-7; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Razones y problemas de la reforma proyectada de la LMV”, en *RDBB*, n.º 62, abril-junio, 1996, pp. 357-373.

(5) Esta precisión la hacemos porque en dicha Ley existen cambios no directamente motivados por la DSI sino por la necesidad de adaptar algunos aspectos que han quedado obsoletos en la actual LMV (vid., por ejemplo, el art. 23 LMV sobre el Comité Consultivo de la CNMV; o el art. 30 LMV sobre los requisitos exigidos a las emisiones de valores; o el art. 32 LMV sobre admisión y exclusión de valores; entre muchos más).

(6) Dir 93/22/CEE, DOCE L 141/27, de 11 de junio de 1993, sobre esta reforma *in extenso* vid. KIRCHNER/SALINAS, *La Reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Valencia, 1999.

(7) En un principio, se pensó que la mejor manera de conseguir dicho objetivo era utilizando la vía de la “armonización”. Es decir, del acercamiento de las legislaciones nacionales existentes. Incluso existieron a principios de los años setenta propuestas tendentes al establecimiento de un órgano europeo común de supervisión (sobre este punto, vid. NETTESHEIM, M., “Finanzdienstleistungen”, en GRABITZ/BOGDANDY/NETTESHEIM, *Europäisches Außenwirtschaftsrecht*, Beck, München, 1994, p. 462). Sin embargo, como esta línea no permitía avance alguno, el libro blanco de 1985 optó por la menos ambiciosa del “mutuo reconocimiento”, [vid. NETTESHEIM, op. cit., p. 462; STEIL, B., “Equity Trading IV: The ISD and the Regulation of the European Market Structure”, en AAVV, *The European Equity Markets. The State of the Union and an Agenda for the Millenium*, London, 1995, p. 113; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La nueva legislación del mercado de valores (Fundamentos económicos y jurídicos para la regulación de la materia)”, en SÁNCHEZ CALERO, F. (coord.), *Perspectivas actuales del Derecho mercantil*, Aranzadi, Pamplona, 1995, p. 98]. Ya no se aspiraba a unificar la regulación europea sino simplemente a establecer un “mínimo común denominador” con el que todos los estados estuviesen de acuerdo. Así, en paralelo con los trabajos que se realizaban en el ámbito de las entidades de crédito, en mayo de 1987 empiezan las primeras gestiones sobre los mercados financieros. No obstante, a diferencia de las entidades de crédito, en este sector no se produjeron avances significativos. Sólo la cercanía de la aprobación de la segunda directiva bancaria hizo que, en diciembre de 1988, se reactivase la elaboración de una directiva para los

De entre ellos, uno de los más importantes fue el choque que se produjo entre el modelo anglosajón, el modelo latino, y el modelo germánico de regulación de los mercados de valores. Por lo que respecta al modelo germánico, la cuestión discutida era la posibilidad de participación directa de las entidades de crédito en los mercados de valores, que era rechazada por los anglosajones y los países latinos. Problema que, consecuentemente con la aceptación del modelo de “banca universal” realizado en la segunda directiva bancaria, terminó resolviéndose en favor de la postura alemana, aunque con matices<sup>(8)</sup>. Más duro fue el choque entre el modelo anglosajón y el latino. Tres eran aquí los puntos de conflicto: 1. El acceso de las personas físicas a ser titulares de empresas de servicios de inversión. 2. La vigencia del principio de concentración. 3. El rigor con el que se debían exigir las normas sobre la transparencia e información de los mercados. Cuestiones en las que, aunque se llegó siempre a soluciones de compromiso<sup>(9)</sup>, en líneas generales se puede decir que predominó el sistema anglosajón<sup>(10)</sup>.

Esta “derrota” de los “países latinos” (entre los que se encuentra España) frente a los “anglosajones” ha motivado que en los primeros estos últimos cambios introducidos por la DSI se hayan recibido con recelo, si no con abierta hostilidad. El mejor ejemplo de lo que decimos, probablemente por haber sido

---

servicios de inversión. La próxima liberalización del sector bancario hacía ya inaplazable su realización en los mercados financieros (vid. FOMBELLIDA, J. M., “La proposition de Directive concernant les services d’investissement”, en *Cahiers de Droit Européen*, 1989, n.ºs 5-6, p. 583). La vía técnica que se tomó fue similar a la ya proyectada para las entidades de crédito. Es decir, en primer lugar, establecer un “mínimo común denominador normativo” que permita el mutuo reconocimiento de los Estados miembros. Después, dotar a los sujetos que cumplan dichas condiciones del “pasaporte comunitario” que les habilite para el libre establecimiento y la libre prestación de servicios en toda la UE. Y, por último, introducir el principio del *home country control*, por el que la supervisión de dichos sujetos se encomienda principalmente (esta precisión se hace porque siempre existen excepciones en favor del *host country control*) a la autoridad supervisora del Estado miembro de origen. A pesar de ello, se tuvo que esperar hasta mayo de 1993 para poder aprobar la Directiva de Servicios de Inversión. Todo ello, fundamentalmente por el choque que se produjo entre el modelo anglosajón, el modelo latino, y el modelo germánico de regulación de los mercados de valores [para una amplia y muy elaborada exposición de estos temas vid. SOUSI-ROUBI, B., *Droit bancaire européen*, París, Dalloz, 1995, *passim* (espec. p. 1 y ss.; 57 y ss.; 235 y ss.; 269 y ss.)].

(8) El matiz es que existen periodos transitorios para la entrada en vigor de dicha medida que, en algunos países, por ejemplo España, son más largos que para los demás (vid. art. 15.3 DSI).

(9) Por ejemplo, la DSI admite que las personas físicas puedan ser titulares de una ESI, pero no impone a los Estados miembros que reconozcan *para las ESI de su territorio* dicha posibilidad; las normas de transparencia e información no son tan flexibles como pretendían los anglosajones pero tampoco tan rígidas como sostenían los países latinos.

(10) Conf. ABELLA SANTAMARÍA, “La Directiva relativa...”, cit., p. 58.

el más afectado, es la defensa del principio de concentración<sup>(11)</sup>, cuya consecuencia más importante es la interpretación en “clave concentradora” que se está haciendo de la DSI en su transposición a los países latinos<sup>(12)</sup>.

Esta tendencia es, en nuestra opinión, peligrosa. Sobre todo, por su apriorismo. No parece correcto aferrarse a nuestro “origen latino” para defender la concentración sin antes analizar en profundidad si, y hasta qué punto, es bueno que nuestros mercados funcionen bajo dicho principio. Puede que al final se llegue al mismo resultado, o puede que no, pero la gran diferencia será que sólo entonces sabremos si mantener dicho principio es una garantía para nuestros mercados o una rémora que desincentiva su utilización frente a mercados menos regulados.

## II. QUÉ ES EL PRINCIPIO DE CONCENTRACIÓN

Si se pretende estudiar en profundidad el principio de concentración, el primer dato que destaca es su alto grado de *confusión conceptual*. Aparentemente, el contenido del principio de concentración es algo tan obvio que no es objeto de análisis por los autores que se han ocupado del tema. Sin embargo, si se tienen en cuenta cuáles son los presupuestos de los que parten, se descubre que existen importantes diferencias e imprecisiones.

### 1. El principio de concentración es un concepto jurídico

La primera gran imprecisión que suele cometerse es confundir la concentración desde un punto de vista económico con la concentración desde un punto de vista jurídico. Así, desde una perspectiva favorable a dicho principio, se señala que éste es un pilar fundamental para conseguir mercados eficientes<sup>(13)</sup>.

Ciertamente, desde un *punto de vista económico*, un mercado concentrado (es decir, en el que todas las operaciones sobre los valores negociados pasen por

---

(11) Vid. LENER, R., “Attuazione della direttiva sui servizi di investimento: Alcuni errori da evitare”, en *Società*, abril, 1996, p. 389; ABELLA, op. cit., pp. 69-70; MÍNGUEZ, R., “Reflexiones sobre la Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores como consecuencia...”, cit., pp. 337-338.

(12) Vid. por centrarnos en el caso español, el art. 36 LMV (conf. RUBIO DE CASAS, M.G., “Los mercados en el Proyecto de Reforma de la Ley del Mercado de Valores de diciembre de 1995”, en AAVV, *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, cit., p. 49). Sobre este tema y otros ejemplos de Derecho comparado vid. *infra* en el texto.

(13) Vid., por ejemplo, CERA, M., “Le società di intermediazione mobiliare”, en COLOMBO/PORTALE (coord.), *Trattato delle società per azioni*, T. 10, *Società per azioni e mercato mobiliare*, Utet, Turín, 1993, p. 30.

el mismo) podrá cumplir mejor los requisitos de profundidad, amplitud y flexibilidad que caracterizan a los mercados perfectos<sup>(14)</sup>. Sin embargo, ello no quiere decir que *necesariamente* deba ser un mercado *jurídicamente* concentrado. La diferencia estriba en que la concentración jurídica implica la *imposición* a los operadores de la utilización del mercado *independientemente de su eficiencia*; mientras que la concentración económica *puede ser también resultado* (no siempre alcanzable) de un proceso en el que el mercado más eficiente acaba por imponerse *de una forma natural* a los menos eficientes y por concentrar todas las operaciones.

Dicho de otra forma, el principio jurídico de concentración supone optar por que naturalmente no se va a poder conseguir la concentración económica (es decir, considerar que existe un “fallo” del mercado<sup>(15)</sup>) y, consecuentemente, establecer una norma jurídica que *imponga* la realización de las transacciones a través de los sistemas de contratación de un mercado determinado.

## 2. Está muy relacionado con otros principios afines

Otro peligro de un análisis apresurado del principio de concentración es pensar que se trata de un principio aislado. En realidad, la concentración es sólo una de las opciones jurídicas a tomar en la regulación de los mercados de valores; que se completan, fundamentalmente, con el *principio de intermediación* y el *principio de transparencia*. Estudiar sus relaciones y diferencias es, pues, esencial.

El *principio de intermediación* consiste en la reserva jurídica del monopolio de la realización de las operaciones de los mercados de valores a determinados sujetos<sup>(16)</sup>. Se trata de una regla de gran tradición en todos los mercados,

---

(14) Para recordar el significado de estos conceptos vid. TRUJILLO DEL VALLE/ CUERVO ARANGO/VARGAS BAHAMONTE, *El sistema financiero español*, Ariel, Barcelona, 1988 (reimpr. 1990), pp. 57-60.

(15) Para el estudio en el ámbito del mercado de valores del significado de la doctrina de los “fallos” del mercado y de las contrapuestas tendencias desregulatorias, nos remitimos a lo ya expuesto en SALINAS, C., “Desregulación y neoregulación en el mercado de valores”, en *RDM*, n.º 224, p. 709 y ss.

(16) Este principio no debe confundirse con la *reserva de actividades* reconocida a las ESIs (empresas de servicios de inversión) [cfr. art. 67.2.a) LMV]. Sobre todo, porque ésta se refiere a un amplio abanico de servicios, mientras que el principio de intermediación se limita a la realización de operaciones en los mercados de valores (conf. VAUPLANE, H., “La Loi française du 2 juillet 1996 sur la modernisation des marchés financiers”, en AAVV, *La réforme des marchés et des intermédiaires financiers*, Bruselas, 1997, p. 721). En todo caso, sí es cierto que la intermediación es un caso concreto del “género” que sería la reserva de actividades; y que ambos sirven para cumplir principalmente el mismo fin (la defensa del inversor).

pero muy especialmente en los de tipo latino, uno de cuyos ejes era la obligatoria intervención de los Agentes de Cambio y Bolsa, y, más modernamente, la participación de una Sociedad o Agencia de Valores (cfr. antiguo art. 36 LMV)<sup>(17)</sup>. A pesar de que históricamente se han confundido<sup>(18)</sup>, este principio es distinto del de concentración. En primer lugar, porque obligar a que intervenga un miembro (principio de intermediación) no implica necesariamente obligar a que la operación intervenida utilice los sistemas de contratación del mercado (principio de concentración), como lo demuestran las aplicaciones y tomas de razón de nuestro antiguo art. 36 LMV<sup>(19)</sup>. Y, en segundo lugar, porque ambos principios responden a finalidades distintas. La concentración, a la defensa del buen funcionamiento de los mercados. Y la intermediación, a la de los inversores<sup>(20)</sup>, garantizándoles la presencia de profesionales sometidos a reglas y controles más o menos rigurosos<sup>(21)</sup>.

El *principio de transparencia*, por su parte, en su acepción restringida a los mercados<sup>(22)</sup>, lo que impone es la obligación de *comunicar (reporting)* y normalmente dar publicidad a los datos de las operaciones relacionadas con los valores negociados en dichos mercados. Dentro de él se distinguen dos tipos: a) La *pre-trade transparency*, que obliga a comunicar las condiciones de las ofertas y demandas a las que se está dispuesto a contratar; b) La *post-trade transparency*, en la que lo que se comunican son los datos de las transacciones

---

(17) Vid. sobre este tema, analizando extensamente tanto el Derecho español como comparado, SALINAS, “Desregulación y neoregulación...”, cit., p. 714 y ss.

(18) Vid. para Francia, COURET, A., “Loi de modernisation des activités financières”, en *Lamy Droit du Financement*, n.º 69, noviembre de 1996, p. 36. En España, ejemplo de dicha confusión era el antiguo art. 36 LMV (vid. *infra*).

(19) Sobre este tema vid. lo que se dirá *infra* en el texto.

(20) Evidentemente, la defensa de los mercados y la defensa de los inversores, en el Derecho del mercado financiero son conceptos muy cercanos, pero no por ello indiferenciados (vid. al respecto, extensamente, SALINAS, “Desregulación y neoregulación...”, cit., p. 750 y ss.).

(21) Como veremos más extensamente con posterioridad, es en Francia donde, después de la Ley n.º 96-597, de 2 de julio de 1996, de modernización de las actividades financieras, y dada la consagración legal de esta distinción (arts. 43-45), mejor se ha estudiado esta materia. Vid. VAUPLANE/BORNET, *Droit de la Bourse*, Litec, París, p. 133 y ss.; COURET, A., “Loi de modernisation des activités financières”, cit., pp. 36-38; y, muy sintético y claro, VAUPLANE, H., “La Loi française du 2 juillet 1996 sur la modernisation...”, cit., pp. 721-723 (espec. p. 723).

(22) Es casi innecesario recordar que la *transparencia* es además un concepto básico para toda la regulación del Derecho del mercado financiero.

ya realizadas<sup>(23)</sup>. Su finalidad es claramente contribuir al buen funcionamiento de los mercados y, más concretamente, a su correcta formación de precios. Este principio está relacionado con la concentración en que normalmente son más transparentes los mercados concentrados<sup>(24)</sup>. Sin embargo, ambos principios son distintos y no necesariamente van unidos. Así, por ejemplo, las aplicaciones y tomas de razón no cumplen el principio de concentración y sí el de transparencia.

### 3. Es característico de los mercados de órdenes

Como era de esperar, los principios jurídicos enunciados en el apartado anterior en la realidad práctica no se dan de forma pura. Cada mercado concreto pone el acento más en uno u otro. Así, tradicionalmente se distinguen dos grandes sistemas de mercado: Los mercados de precios (*price-driven markets*) y los mercados de órdenes (*order-driven markets*)<sup>(25)</sup>.

Los primeros se caracterizan por funcionar en base a varios *market makers* que cotizan en firme precios de compra y venta de un mismo valor, y cuyo margen de beneficio es la diferencia entre el primero y el segundo (denominado *touch*). La clave es, por tanto, el precio de cotización, ya que la liquidez, por lo menos hasta una determinada cuantía, la garantizan los *market makers*. Desde un punto de vista jurídico, estos mercados no exigen el principio de concentración<sup>(26)</sup>,

---

(23) Sobre este tema es fundamental la consulta de IOSCO, *Transparency on Secondary Markets*, 1993, *passim*. Vid. también HAMAUI, R./RATTI, M., “La concentrazione in borsa degli scambi. Legittimità, opportunità e convenienza”, en *Banca, impresa e società*, abril, 1997, pp. 35-37; TAVERNIER, B. “Les obligations de reporting et de transparence”, en AAVV, *La réforme des marchés...*, cit., p. 321 y ss.

(24) Esta relación también se produce con el principio de intermediación ya que, lógicamente, si todas las operaciones deben de pasar por unos intermediarios profesionales, será más fácil conseguir que funcione el *reporting* imponiendo a aquéllos la obligación de comunicar las operaciones (conf. VAUPLANE, “La Loi française du 2 juillet 1996...”, cit., pp. 721-722).

(25) Vid. entre muchos, PAGANO, M., “Equity trading: The evolution of european trading systems”, en AAVV, *The European Equity Markets...*, cit., p. 28 y ss.; HAMAUI, R./RATTI, M., “La concentrazione in borsa degli scambi. Legittimità, opportunità e convenienza”, cit., pp. 23-27; LOSS, L., *Fundamentals of Securities Regulation*, Little Brown, Boston-Toronto, 2.<sup>a</sup> ed., 1988 (existen ediciones posteriores), p. 601 y ss.; SWARTZ, R. “Equity Trading II. Integration, Fragmentation and the Quality of the Markets”, en AAVV, *The European Equity Markets...*, cit. p. 69 y ss.

(26) Esta opción es lógica, ya que la esencia de su funcionamiento está en la fragmentación del mercado de cada título entre varios *markets makers* que compiten entre sí.

y atenúan el de transparencia<sup>(27)</sup>. Y, desde un punto de vista económico, se trata de mercados primordialmente dedicados a la contratación al por mayor, ya que garantizan la liquidez incluso en transacciones de bastante envergadura.

Por su parte, los mercados de órdenes se caracterizan por buscar la mayor eficiencia de funcionamiento mediante la centralización de las órdenes a través de un sistema único de contratación en el que, dada la unión de la oferta y la demanda, la realización de operaciones se verá altamente facilitada. La clave es, por tanto, la *concentración económica*. Por ello, es aquí donde se exige con rigor el principio de concentración, además de unas estrictas reglas de transparencia. Por lo demás, desde un punto de vista económico, estos mercados se adaptan muy bien a las operaciones minoristas, porque garantizan liquidez y un precio muy cercano al de los mercados perfectos, pero no a las mayoristas (*block trading*), ya que no aseguran su liquidez<sup>(28)</sup>.

Si a lo dicho añadimos que los mercados anglosajones suelen ser mercados de precios y los latinos de órdenes, podemos comprender bien el porqué del choque habido en relación a la exigencia del principio de concentración en la elaboración de la DSI y la hostilidad con la que se recibe su atenuación en los países latinos.

De todos modos, esta idea es, nuevamente, excesivamente simplista. Sobre todo, porque la tradicional distinción anglosajón-*price driven* latino-*order driven*, se encuentra hoy en crisis. Dadas las deficiencias de ambos sistemas (los primeros para el mercado minorista y los segundos para el mayorista); en los dos se están introduciendo *elementos de mestizaje*<sup>(29)</sup>. Por lo que respecta al mercado inglés, desde septiembre de 1995 se ha iniciado la experiencia TRADEPOINT, que no es otra cosa que un segmento centralizado paralelo al SEAQ, destinado a las operaciones minoristas. Y, en relación con los mercados latinos, dada la huida de las grandes operaciones que se producía hacia el SEAQI, ya hace algún tiempo que se dictaron normas especiales para el *block trading*, que permiten actuar (con límites) al margen del sistema centralizado de contrata-

(27) Esta atenuación de la transparencia es necesaria, ya que en caso contrario sería muy difícil para los *market makers* deshacer su posición cuando comprasen o vendiesen grandes paquetes de valores (a lo que, recuérdese, están obligados [con límites]). Ciertamente esto hace que los pequeños inversores “paguen” las diferentes condiciones a las que se habrá transmitido el bloque; pero, en nuestra opinión, esto no tiene nada de extraño, ya que, como pasa en toda actividad comercial, es normal que existan diferencias entre las condiciones de contratación al mayor y al menor (vid. poniendo de manifiesto el problema, SWARTZ, “Equity Trading II...”, cit., pp. 70-71; IOSCO, *Transparency on Secondary Markets*, cit., pp. 43-44).

(28) Vid. SWARTZ, op. cit., p. 69.

(29) Conf. IOSCO, *Transparency...*, cit., p. 30; PREDA, S./BASILE, I., “L’impatto della direttiva Eurosim sulla struttura e sul funzionamento del mercato mobiliare italiano”, en AAVV, *Direttiva Eurosim, la borsa e le banche*, Roma, 1996, p. 21.

ción<sup>(30)</sup>. Incluso existen propuestas y experiencias para el sector específico de los valores con escasa liquidez (a los que no se adaptan bien ni los mercados de órdenes ni los de precios), que buscan concentrar la oferta y la demanda mediante un sistema de subastas realizadas en franjas horarias muy determinadas<sup>(31)</sup>.

Es decir, rápidamente estamos pasando de la división entre sistemas de mercados de valores a la división entre segmentos del mercado de valores. Cada segmento (escasa liquidez, minorista, mayorista), tiene su sistema (subasta, órdenes, precios), lo que hace que los mercados de valores más dinámicos estén evolucionando hacia “mercados polisistémicos”. Por otro lado, y para complicar más el panorama, junto a los mercados organizados, y aprovechándose del avance de la informática y las telecomunicaciones, están apareciendo rápidamente sistemas de contratación alternativos, denominados PTS (*Proprietary Trading Systems*)<sup>(32)</sup>.

Este dato es de una importancia trascendental para nuestro trabajo, ya que quiebra uno de los “dogmas” de los que se suele partir en el estudio de esta materia. Esto es, mercado latino-mercado concentrado. En consecuencia, el análisis de nuestro Derecho va a tener que ser mucho más matizado, ya que habrá que estudiar cómo funciona cada uno de nuestros mercados, e incluso cada uno de los segmentos de nuestros mercados.

La mejor prueba de lo que decimos la ha dado el SIBE, que con su Circular 3/1998 y la última redacción de sus normas de funcionamiento de la Circular 3/1999, además de flexibilizar la regulación de las operaciones de bloque, ha introducido un sistema de “fiscing” para valores poco líquidos.

#### 4. El principio de concentración es un concepto polémico

Después de lo visto en el apartado anterior, ya sabemos que el principio de concentración no es absoluto, ni tan solo en los mercados de órdenes, en los que funciona únicamente en el segmento minorista. Pero es que ni siquiera aquí su admisión es indiscutida. La prueba es la antigua polémica existente en USA

---

<sup>(30)</sup> Vid. muy claro y documentado, para la situación en Europa, PAGANO, op. cit., p. 4 y ss. De todos modos, este fenómeno es generalizado, como lo demuestran, por ejemplo, experiencias como el SOES (*Small Orders Execution System*) en USA [vid. LOSS, op. cit. (anexo), p. 121].

<sup>(31)</sup> Vid. SWARTZ, op. cit., pp. 71-72.

<sup>(32)</sup> Vid. fundamentalmente LEE, R., *What is an Exchange? Discussion Paper*, Capital Markets Forum, Section of Business Law, IBA, *passim*; también, SWARTZ, op. cit., p. 71; PAGANO, op. cit., p. 43 y ss.

entre concentración y fragmentación, y el fracasado intento de crear un *National Market System*<sup>(33)</sup>. Sintetizando mucho, las posturas enfrentadas son<sup>(34)</sup>:

Una, según la cual el principio de concentración sirve para conseguir que el mercado pueda llegar a tener la profundidad necesaria para ser eficiente, ser capaz de atraer nuevas operaciones y, de esta forma, ir desarrollándose. Y otra, para la que la concentración de operaciones en un mercado no debe ser impuesta por la ley sino que debe ser una consecuencia derivada de la eficacia del mismo. Un mercado eficaz concentra operaciones sin necesidad de que la ley lo prescriba. Si, por el contrario, un mercado no es eficaz, aparecerán nuevos mercados paralelos más eficaces que al final llegarán a ocupar el lugar de aquel. Es decir, estamos ante un conflicto entre *profundidad* (que queda garantizada con el principio de concentración) y *competencia* (contra la que va el monopolio jurídico que el principio de concentración implica)<sup>(35)</sup>.

Una buena forma de resolver este dilema sería verificar empíricamente cuál de los dos efectos es más importante. Esto es, el grado de concentración económica al que se puede llegar sin el principio de concentración; y la ineficiencia que provoca en el mercado la eliminación de la competencia derivada de la implantación del principio de concentración. Sin embargo (como suele suceder con los análisis económicos), existen estudios tanto en favor de la concentración como de la competencia<sup>(36)</sup>. Por ello, no queda más remedio que acudir a criterios de política jurídica. Así, si se quiere primar la competencia, debe admitirse flexibilidad en las reglas concentradoras, mientras que si lo que se quiere a toda costa es tener por lo menos un mercado que funcione, se optará por la concentración.

En nuestra opinión, sólo en mercados poco desarrollados, en los que sea preferible asentar las estructuras incipientes, es recomendable la concentración<sup>(37)</sup>. Fuera de estos casos, aunque puedan existir algunas reglas concentra-

(33) Vid. RATNER, D., *Securities Regulation in a Nutshell*, St. Paul, Minnesota, 5.ª ed. 1996, pp. 194-195. Más extenso, y muy incisivo: LOSS, L./SELIGMAN, J., *Fundamentals of Securities Regulation*, 3.ª ed., Little Brown, Boston-Nueva York-Toronto-Londres, 1995, p. 693 y ss.

(34) Este buen resumen lo tomamos de un trabajo no publicado de KIRCHNER, P.

(35) Vid. HAMAUI, R./RATTI, M., “La concentrazione in borsa degli scambi...”, cit., p. 24.

(36) Vid. HAMAUI, R./RATTI, M., “La concentrazione in borsa degli scambi...”, cit., p. 24.

(37) Paradigmático en este sentido es el caso italiano, en el que dada la “concentración” de su poder empresarial, la negociación sobre valores que se efectuaba a través de la bolsa era casi residual, o, por lo menos, secundaria. Razón que motivó la introducción del principio de concentración por la Ley SIM de 1991. Vid. MOTTI, C., *Mercati borsistici e Diritto comunitario*, Giuffrè, Milán, 1997, p. 164 y ss.; CERA, M., “Le società di intermediazione mobiliare”, en COLOMBO/PORTALE (coord.), *Trattato delle società per azioni*, T. 10, *Società per azioni mercato mobiliare*, cit., pp. 30-31.

doras, en aras a la competencia debería admitirse como principio general la desconcentración<sup>(38)</sup>. En realidad, si se analiza el tema sin prejuicios, lo verdaderamente necesario para garantizar el funcionamiento de los mercados *no es tanto la concentración como la transparencia*<sup>(39)</sup>, ya que mientras el mercado pueda conocer los datos de las operaciones realizadas fuera de él, los precios podrán seguir siendo representativos del valor de los instrumentos allí cotizados<sup>(40)</sup>.

### III. CÓMO ESTABA REGULADO ANTES DE LA REFORMA DE 1998

Sentadas estas premisas teóricas, cuya necesidad se justifica por la confusión existente al respecto, podemos entrar ya a analizar lo que es el principal objetivo de este trabajo. Esto es, el estudio crítico de nuestro Derecho positivo, para lo que es imprescindible, dado lo reciente de la Reforma, confrontar la regulación anterior con la actualmente vigente que, recordemos, está pendiente de su desarrollo reglamentario.

---

(38) El gran problema de esta toma de postura es el peligro de “parasitismo” de los mercados no regulados a los mercados regulados, que operarían sobre los valores cotizados en dichos mercados sin tener que soportar los costes de ser mercado regulado y disfrutando de la información que proporciona la infraestructura de aquéllos. Aunque reconocemos que se trata de un grave problema, existen formas de solucionarlo o, por lo menos, paliarlo. Por ejemplo, una sería considerar que la información que genera un mercado es propiedad de éste, por lo que, salvo la que se considerase de interés general, podrían articularse medios para restringir el acceso a determinadas posibilidades del sistema de contratación (vid. MOTTI, *Mercati borsistici...*, cit., p. 151 y ss.; IOSCO, *Transparency on Secondary Markets*, cit., p. 51). También debería reflexionarse más sobre qué es un mercado, y obligar a adoptar la condición de regulado a los mercados que alcanzasen un determinado volumen de negociación (vid. LEE, *What is an Exchange*, cit., p. 31; más descriptivo, VAUPLANE, H. “Les notions de marché”, en *Reve de Droit Bancaire*, 1993, pp. 62-63). En fin, es un tema que merece un estudio más profundo, pero en modo alguno carente de solución.

(39) Transparencia, que no tiene por qué ser igual de rigurosa para todos los tipos de operaciones. Recuérdese, a modo de ejemplo, que el plazo de comunicación de las aplicaciones y tomas de razón es de casi 24 horas (vid. *infra* en el texto); mientras que el de las operaciones del SIBE es prácticamente en tiempo real.

(40) Es decir, parece conveniente permitir la fragmentación para favorecer la competencia entre mercados y/o operadores, pero no se puede admitir que los operadores o mercados sean totalmente opacos, ya que entonces no se podrían tener precios de referencia sobre los valores. Por ejemplo, nada se debería objetar a una situación en que un valor cotizase en tres mercados, cada uno de los cuales tuviera un precio de cotización, ya que por medio del arbitraje se podrán solventar las diferencias entre ellos. Pero no debería permitirse que uno de ellos no diese precio de cotización o que las transacciones no realizadas *en ninguno de los tres mercados* no fuesen comunicadas a alguno de ellos. Vid. lo que se dice *infra* al respecto, hablando de las claves del desarrollo reglamentario del art. 36 LMV.

## 1. Ley del Mercado de Valores (redacción de 1988)

Para ello, el punto de partida tienen que ser los antiguos artículos 36 y 37 LMV, ya que es opinión común que era aquí donde se consagraba en nuestro Derecho el principio de concentración<sup>(41)</sup>.

En esencia, estas normas lo que establecían eran dos tipos de operaciones sobre valores cotizados en un mercado secundario oficial: Las operaciones de mercado y las no de mercado. Las primeras eran exclusivamente compraventas y para su validez<sup>(42)</sup> necesitaban de la intervención de un miembro del mercado. No obstante, esta intervención podía articularse de cuatro formas: a) Operación entre dos miembros; b) Miembro por cuenta propia y no miembro; c) Dos no miembros intermediados por un miembro (aplicación); d) Dos no miembros que notifican la operación a un miembro (toma de razón). Por su parte, las no de mercado, aunque no exigían la intermediación obligatoria, sí debían notificarse a los organismos rectores del mercado; todo ello, bajo pena de no poder negociar dichos valores ni ejercer los derechos que correspondan a los mismos<sup>(43)</sup>.

Poniendo en relación estos datos normativos con lo estudiado en el apartado anterior, aunque parezca sorprendente, la conclusión que se extrae es que *los antiguos arts. 36 y 37 LMV no establecían el principio de concentración*. Esto es evidente en las operaciones no de mercado, para las que existía solo una obligación de *post-trade transparency*. Pero también en las operaciones de mercado, ya que lo único que se imponía era un muy reforzado (con la sanción de nulidad) *principio de intermediación*. Ciertamente, la concentración era presupuesto implícito de las modalidades previstas en el art. 36.a) y b)

---

(41) Conf. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La transmisión de valores cotizados y su formulación legal (Interpretación de los artículos 36 y 37 de la Ley del Mercado de Valores)”, en AAVV, *Estudios Menéndez*, Civitas, Madrid, 1996, T. III, pp. 3429-3430.

(42) Es interesante hacer notar que la sanción de nulidad para las operaciones no intermediadas supuso un notable endurecimiento frente a la situación anterior, en la que la sanción era simplemente la pérdida de la condición bursátil de la compraventa (vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, “La transmisión...”, cit., p. 3427. Para más datos vid. RODRÍGUEZ SASTRE, A., *Operaciones de bolsa*, vol. 1., 2.<sup>a</sup> ed., 1954, p. 393 y ss.; FERNÁNDEZ AMATRIAIN, J., *La bolsa. Su técnica y organización. Cómo operar en el mercado de valores*, Deusto, Bilbao, 1968, p. 176 y ss.; LANGLE, E., *Manual de Derecho mercantil español*, T. III, Madrid, 1959, pp. 222-223).

(43) Para una explicación más amplia, vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, “La transmisión...”, cit. *passim*.

LMV; pero ni explícita ni implícitamente existía en las aplicaciones y tomas de razón<sup>(44)</sup>.

Ello no quiere decir, sin embargo, que en nuestro Derecho no estuviera reconocido el principio de concentración para las operaciones de mercado. Bien al contrario. Lo que sucede es que *su consagración no se produjo a nivel legal sino reglamentario*. Nos referimos al RD 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados (todavía vigente, a expensas de los cambios que pueda introducir el desarrollo de la Ley 37/1998)<sup>(45)</sup>.

## 2. El RD 1416/1991, sobre operaciones bursátiles especiales

La prueba más evidente de lo que decimos es su artículo 1. 2, cuando dice que: “Las operaciones bursátiles se realizarán, en todo caso, con la participación o mediación de al menos un miembro de la Bolsa y, con las excepciones previstas en los artículos siguientes, precisamente a través de los sistemas de contratación que las Bolsas de Valores tengan establecidos”. Esto sí es principio de concentración, porque ya aparece la obligación de utilizar los sistemas de contratación del mercado, que es su característica esencial.

Aclarado esto, para comprender la naturaleza de nuestro antiguo Derecho vigente queda por determinar el ámbito de las excepciones a las que se refiere esta norma, que son fundamentalmente<sup>(46)</sup> las aplicaciones y tomas de razón, reguladas respectivamente en los artículos 2 y 5 del RD 1416/1991 y en la Orden de 5 de diciembre de 1991 (Economía y Hacienda) sobre operaciones bursátiles especiales<sup>(47)</sup>.

---

(44) En contra de lo que sostenemos en el texto, podría pensarse que el art. 36 LMV sí reconocía el principio de concentración, ya que configuraba como excepcionales las aplicaciones y tomas de razón. Sin embargo, nótese que el carácter restrictivo y excepcional de estas últimas figuras no se establecía *expresamente* en la antigua LMV, sino en su desarrollo reglamentario. En consecuencia, nada hubiera impedido que el desarrollo reglamentario de la LMV hubiera permitido optar libremente por cualquiera de las modalidades del antiguo art. 36 LMV. Es decir, por no imponer el principio de concentración. Como veremos posteriormente, esta afirmación no es meramente teórica, sino que es *precisamente* lo que sucedió en los mercados no bursátiles (vid. *infra*).

(45) BOE n.º 239, de 5 de octubre de 1991.

(46) Aparte de aplicaciones y tomas de razón, el RD 1416/1991 regula también las operaciones especiales con contrapartida por cuenta propia (art. 3) y entre miembros (art. 4), que hemos preferido no tratar en el texto, tanto porque conceptualmente no son muy distintas de las figuras indicadas, como por la semejanza de la normativa que se les aplica.

(47) BOE n.º 294, de 9 de diciembre de 1991.

De estas normas se desprende que las excepciones al principio de concentración se admiten en este Real Decreto con un criterio muy restrictivo, y fundamentalmente para favorecer el *block trading* <sup>(48)</sup>. Es decir, como ya pusimos de manifiesto en la parte teórica, la idea básica es permitir desconcentrar aquel segmento del mercado (*mayorista-block trading*) que el sistema de contratación es incapaz de satisfacer.

Otro rasgo sobresaliente es la gran complejidad del sistema establecido. Así, sintetizando mucho, por lo que respecta a las aplicaciones se establecen hasta cuatro tipos distintos: 1. Aplicación subsidiaria. Que se produce cuando *previamente* se ha intentado sin éxito casar la operación utilizando el sistema de contratación (art. 2.1 RD 1416/1991). 2. Aplicación ordinaria. Se realiza directamente sin utilizar el sistema de contratación, pero sólo si se cumplen una serie de rigurosos requisitos sobre: a) Precio; b) Cubrir las posiciones que existan en el sistema de contratación; c) Elevada cuantía; d) No agrupación de órdenes; y e) Comunicación el mismo día al órgano de supervisión (art. 2.2 y OM de 5 de diciembre 1991). 3. Aplicaciones extraordinarias. Son las exceptuadas del requisito de precio, por alguna razón que lo justifique (excepcional cuantía de la compraventa; operaciones societarias...); lo que determina la exigencia de *autorización previa* por parte del órgano de control. 4. Aplicaciones sobre renta fija. En las que no existe ni el límite de precio ni el de cubrir las posiciones del mercado (art. 2.5). En cuanto a las tomas de razón <sup>(49)</sup>, se distinguen dos tipos: 1. Las ordinarias. En las que, a diferencia de las aplicaciones, sólo se exigen los requisitos de precio, cuantía y comunicación (art. 5.2). 2. Las extraordinarias. Reguladas de forma similar a las aplicaciones de la misma clase. Por último, y como una muestra más de rigor, tanto las aplicaciones como tomas de razón quedan sometidas: 1. A la publicación (*post-trade*) de *todas* estas operaciones en la siguiente sesión bursátil (art. 6). 2. Y al registro de dichas operaciones (art. 7). <sup>(50)</sup>

---

(48) El carácter restrictivo de la admisión de excepciones al principio de concentración no debe ocultarnos la importancia tanto cuantitativa como económica de las que sí se admiten. Por ello, compartimos plenamente aquellas opiniones que consideran que nuestro sistema bursátil no era estrictamente de órdenes, sino *mixto* (vid. BOTELLA DORTA, A., “El mercado bursátil”, en AAVV, *Derecho del Mercado Financiero*, Madrid, T. I, Vol. 2, 1994, p. 589).

(49) Para los precedentes de la toma de razón, que, en nuestra opinión, ilustran muy bien el ambiente que llevó al riguroso antiguo art. 36 LMV, vid. CACHÓN BLANCO, J. E., *Derecho del mercado de valores*, Madrid, Dykinson, T. II, 1993, p. 201; SÁNCHEZ ANDRÉS, “La transmisión de valores...”, cit., pp. 3428-3430.

(50) A estas reglas se tienen que añadir, para el SIBE, las normas introducidas por la Circular del SIBE 3/1998, en su redacción de la Circular 3/1999, a las que hemos hecho ya referencia en el texto. En todo caso, nótese que, dentro de su rango normativo; no puede interpretarse que dichas reglas hayan podido modificar el RD 1416/1991.

En resumen, la concentración sí era un *principio vigente* en nuestro Derecho positivo, que además se protegía con *gran rigor*, como lo demuestran las precauciones y límites que rodean a las excepciones admitidas a dicho principio<sup>(51)</sup>. Sin embargo, esto no quiere decir que se tratase de un *principio general*.

### 3. La situación en los mercados secundarios no bursátiles

En efecto, el RD 1416/1991, a pesar de reconocer ser el desarrollo de los antiguos artículos 36 y 37 LMV<sup>(52)</sup>, *sólo se aplica a las operaciones bursátiles*, con lo que dejaba abierta la cuestión para los demás mercados secundarios. Esto podía parecer sorprendente desde la perspectiva que consideraba una característica esencial de nuestro sistema de valores la vigencia del principio de concentración. Sin embargo, tenía toda su lógica ya que, como veremos a continuación, *el principio de concentración no regía ni rige en los demás mercados secundarios reconocidos por nuestro Ordenamiento*.

En el Mercado *Secundario*<sup>(53)</sup> de Deuda pública no tenía sentido exigir el principio de concentración<sup>(54)</sup>. Por un lado, porque en su anillo interior se trata

---

(51) Desde un punto de vista económico, existía otra gran excepción al principio de concentración: Los valores españoles cotizados en mercados secundarios extranjeros (por ejemplo, las acciones de Telefónica que cotizan en el NYSE); para los que, evidentemente, no se cumplía la obligación de utilizar nuestros sistemas de contratación. Decimos, sin embargo, que era una excepción económica más que jurídica, porque lo que efectivamente cotiza en dichos mercados no son propiamente los valores indicados (en nuestro ejemplo, las acciones de Telefónica), sino cestas representativas de unos valores depositados en poder de un fiduciario, que es, a efectos del Derecho español, el titular de los valores. Por ello, a pesar de los cambios de titularidad que se produzcan en el NYSE, no se habrán realizado transacciones para el Derecho español, y, por lo menos formalmente, se respetaba el principio de concentración.

(52) Vid. la pequeña Exposición de Motivos que acompaña al Real Decreto.

(53) Téngase en cuenta que, dado el objeto de nuestro trabajo, queda excluido el estudio del mercado primario de Deuda.

(54) Por motivos evidentes de espacio, la exposición del complejo sistema de funcionamiento del Mercado de Deuda Pública tiene que ser necesariamente esquemático. Ello impone simplificaciones cuya matización puede encontrarse en trabajos como, por ejemplo, muy claro pero algo anticuado, TRUJILLO DEL VALLE/CUERVO ARANGO/VARGAS BAHAMONTE, *El Sistema Financiero...*, cit., p. 154 y ss.; o SÁNCHEZ ANDRÉS, A., Voz: "Mercado de Deuda Pública en anotaciones", en AAVV, *Enciclopedia Jurídica Básica*, T. III, Civitas, Madrid, 1995, pp. 4277-4280. Por lo que respecta a su regulación, ésta es bastante dispersa, aunque sus preceptos básicos son: art. 5.3 RD 505/1986; art. 10 y 16 OM de 19 de mayo de 1987 y norma 7 de la CBE 16/1987 de 19 de mayo. En todo caso, téngase en cuenta que la Reforma de la LMV ha introducido cambios importantes (cfr. arts. 55 y ss. LMV), que se verán reforzados cuando se apruebe el "Reglamento del Mercado" previsto en dichos preceptos.

de un mercado mayorista estructurado en base a *market makers* competidores (es decir, un mercado *price-driven*). Por otro, porque en el tramo minorista (anillo exterior) no hay propiamente sistema de contratación, sino intermediación de las Entidades gestoras en favor de los clientes para que puedan casar las operaciones en el anillo interior. Prueba de ello es que, aunque también en este segmento se impone el principio de intermediación<sup>(55)</sup>, se admiten sin límites las tomas de razón<sup>(56)</sup>. Y, por último, porque el propio sistema reconoce la existencia de mercados “competidores”<sup>(57)</sup> sobre sus valores. En concreto, el mercado bursátil de renta fija<sup>(58)</sup>.

Algo parecido sucedía con los mercados de futuros y opciones. Si las opciones y futuros son unos instrumentos financieros normalizados, una de cuyas características básicas es que en su contratación la sociedad rectora actúa *siempre* como contraparte<sup>(59)</sup>, el principio de concentración es *innecesario*, ya que el mercado es *ontológicamente concentrado*. Es decir, no hace falta que una norma imponga que las transacciones sobre futuros y opciones se realicen utilizando el sistema de contratación ya que es *imposible* que se casen fuera de éste<sup>(60)</sup>.

Por último, y aunque por no ser mercado secundario oficial no estaba sometido a los antiguos artículos 36 y 37 LMV, es conveniente destacar que el único mercado no oficial creado hasta la fecha, el AIAF, tampoco exige el principio de concentración, por responder al esquema de los *price-driven markets*<sup>(61)</sup>.

(55) Cfr. art. 9.1.I *in fine* OM de 19 de mayo de 1987.

(56) Cfr. art. 10.2.c) OM de 19 de mayo de 1987.

(57) Desde un punto de vista económico, dada la enorme desproporción del tamaño de ambos mercados, la competencia es casi inexistente. Sin embargo, jurídicamente sí es relevante el que el propio sistema permita mercados paralelos.

(58) Cfr., fundamentalmente, art. 7 RD 505/1987; art. 13 OM 19 de mayo de 1987 y Circulares 3 de marzo de 1993, de 20 de abril, de la Bolsa de Madrid (existen también segmentos de renta fija en otras Bolsas).

(59) Vid., entre otros, ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado Financiero*, Madrid, Marcial Pons, 1997, p. 314; FERNÁNDEZ ARMESTO/DE CARLOS BELTRÁN, *Derecho del mercado...*, cit., p. 517 y ss.; CACHÓN BLANCO, *Derecho del mercado de valores*, cit., pp. 373-402; DEL CAÑO PALOP, J. R., “Normativa reguladora de los mercados de productos financieros derivados”, en AAVV, *Los mercados españoles: opciones y futuros financieros*, Madrid, 1995, pp. 147-198.

(60) Conf. RUBIO DE CASAS, “Los mercados en el Proyecto...”, cit., p. 49.

(61) Vid. ALONSO UREBA, A., “Mercados oficiales de Futuros y Opciones. El mercado de Renta Fija de la AIAF”, en AAVV, *Derecho del Mercado Financiero*, T. I., Vol. 2, Madrid, 1994, p. 622 y ss.; y OM de 1 de agosto de 1991. Recuérdese que actualmente sí son considerados mercados secundarios oficiales (cfr. DT 6.<sup>a</sup> Ley 37/1998) y, por tanto, sí se les aplica el nuevo art. 36 LMV.

#### **4. Conclusión: la relatividad de la vigencia del principio de concentración**

Después de estas breves notas sobre el Derecho positivo español anterior a la Reforma de 1998, existe un dato que sobresale sobre todos. El principio de concentración era efectivamente una característica de nuestro sistema de valores, pero con una eficacia ciertamente limitada. En primer lugar, porque sólo se impuso en el segmento minorista del mercado bursátil. Y, en segundo lugar, porque su consagración no era de rango legal sino reglamentario. Muy lejos, por tanto, de aquel principio esencial de los sistemas latinos que parecen traslucir las posturas que lo defienden frente a los modelos anglosajones.

#### IV. REGULACIÓN ACTUAL

Una vez aclarado “de dónde venimos”, podemos empezar a estudiar “hacia dónde vamos”. Para ello, el punto de partida tiene que ser necesariamente el art. 14 DSI, ya que es la norma cuya transposición explica el actual art. 36 LMV.

##### **1. Premisas impuestas por la DSI**

De este precepto, los apartados dedicados al principio de concentración, son, fundamentalmente, los números tres y cuatro<sup>(62)</sup>, que dicen que:

“3. Un Estado miembro podrá exigir que las operaciones relativas a los servicios contemplados en el apartado 1 se efectúen en un mercado regulado, cuando respondan al conjunto de los criterios siguientes:

— Que el inversor resida habitualmente o esté establecido en dicho Estado miembro.

— Que la empresa de inversión efectúe la operación bien a través de un establecimiento principal o de una sucursal situados en dicho Estado miembro, bien en el marco de la libre prestación de servicios en dicho Estado miembro.

— Que la operación se refiera a un instrumento negociado en un mercado regulado de dicho Estado miembro.

---

(62) También se dedica a la concentración el apartado 5, pero dado que prevé simplemente la presentación de un informe para fiscalizar el funcionamiento de dicha regla, hemos preferido no transcribirlo en el texto. De todos modos, esta previsión pone de manifiesto una vez más las reticencias con las que se admitió por los países latinos esta norma, ya que en última instancia le da un cierto carácter de “precepto a prueba”, susceptible de revisión si se demuestra que es perjudicial para el sistema de algunos Estados miembros.

4. Cuando un Estado miembro aplique el anterior apartado 3 deberá otorgar a los inversores residentes habitualmente o establecidos en dicho Estado miembro el derecho de no observar la obligación impuesta en virtud del apartado 3 y de hacer efectuar las transacciones a que se refiere el apartado 3 fuera de los mercados regulados. Los Estados miembros podrán supeditar el ejercicio de dicho derecho a una autorización explícita, habida cuenta de las distintas necesidades de los inversores en materia de protección y, en particular, de la capacidad de los inversores profesionales e institucionales de actuar lo mejor posible en favor de sus intereses. En cualquier caso, dicha autorización deberá poder concederse en unas condiciones que no impidan la rápida ejecución de las órdenes del inversor.”

Como vemos, se trata de una norma ambigua y poco clara, dado que surgió del compromiso entre los sistemas latinos y anglosajones de la UE <sup>(63)</sup>. Por ello, como veremos en el apartado siguiente, ciertamente puede ser objeto de interpretaciones distintas. Sin embargo, conviene detenernos en lo que la norma *literalmente* dice, para saber cuál es el marco que, en teoría, deberían haber respetado los Estados miembros en su transposición.

En primer lugar, es importante destacar que la DSI establece una *facultad* y no una *obligación* de imponer el principio de concentración. Es decir, es perfectamente posible que la regulación de un Estado miembro prescinda de dicho principio <sup>(64)</sup>. Por otro lado, no queda claro qué entiende la DSI por principio de concentración. Sobre todo, porque al definirlo como la exigencia de que las operaciones se efectúen en *un* mercado regulado, parece admitir que no violaría dicho principio el que valores cotizados en un mercado regulado se admitieran a cotización en otro mercado regulado (*multilisting*) <sup>(65)</sup>.

En todo caso, sólo se podrá exigir la concentración cuando se cumplan *cumulativamente* los requisitos establecidos en el apartado 3. De todos ellos, el más enigmático es el segundo. Por un lado, porque si se interpreta ampliamente, permitiría eludir siempre el principio de concentración. Por ejemplo, permitiendo que el contrato de gestión de carteras estipulado por un residente en España con una ESI de otro Estado miembro sin establecimiento en nuestro país elimi-

<sup>(63)</sup> Vid. lo que dijimos *supra* al inicio de este trabajo.

<sup>(64)</sup> Vid. PREDAS/BASILE, “L’impatto della direttiva...”, cit., p. 10. El sentido último de esta previsión era permitir a los sistemas anglosajones seguir funcionando de forma desconcentrada, como, de hecho, ha sucedido (vid. STOCKWELL, T., “The Effects of Implementation of CAD and ISD in the UV”, en AAVV, *La réforme des marchés...*, cit., p. 771 y ss.).

<sup>(65)</sup> Interpretan la Directiva en este sentido, PREDAS/BASILE, op. cit., p. 11; FERRARINI, G., “La normativa mobiliare europea ed italiana in confronto”, en AAVV, *Direttiva Eurosim, la borsa e le banche*, Roma, 1996, p. 83; y, a nivel legal, el art. 45 de la Ley francesa n. 96-597, de 2 de julio de 1996.

nase la condición de operación en España a las órdenes cursadas por dicha ESI en base al contrato de gestión. Mientras que, por otro lado, si se hace restrictivamente, sería redundante, ya que toda operación cursada por un inversor residente o establecido sería como mínimo una operación realizada por libre prestación de servicios en dicho Estado miembro.

A parte de cumplir dichos requisitos, existe una posibilidad adicional para no aplicar el principio de concentración, que es la autorización del inversor que recoge el 14.4 DSI. De esta regla, que es especialmente ambigua, lo más destacable es la admisión de que pueda someterse esta excepción a una “autorización *explícita*” por parte del inversor. Ciertamente, esto último puede ser un importante instrumento desincentivador de su utilización. Quizás para paliarlo se establecen dos precisiones. Una, entre líneas, que parece indicar que el carácter explícito de la autorización deberá justificarse por razones de protección del inversor. Impidiendo, por tanto, su aplicación a los inversores profesionales o institucionales<sup>(66)</sup>. Y otra, que precisa que dicha autorización debe articularse de tal forma que no impida la rápida ejecución de las órdenes por parte del inversor.

## 2. Su transposición al Derecho español

A pesar de los muchos interrogantes que plantea, si comparamos lo expuesto con los antiguos arts. 36 y 37 LMV<sup>(67)</sup>, una cosa está clara: La transposición de la DSI en este punto imponía modificaciones normativas. No obstante, lo que ya no lo está tanto es en qué dirección debían orientarse dichos cambios. Por ello, vamos a analizar brevemente qué opciones se han tomado en algunos países de sistema latino como el nuestro<sup>(68)</sup>, para luego entrar en el análisis del artículo 36 LMV.

### 2.1. *El ejemplo de la transposición realizada por los países de “modelo latino”*

Para evitar extendernos demasiado, tomaremos tres ejemplos: Francia, Bélgica e Italia.

---

<sup>(66)</sup> Sobre este punto, hablando del Derecho italiano, vid. HAMAUI, R./RATTI, M. “La concentrazione in borsa degli scambi. Legittimità, opportunità e convenienza”, cit. p. 28 ss.

<sup>(67)</sup> Vid. lo dicho al respecto *supra* en el texto.

<sup>(68)</sup> La limitación a los países de sistema latino es obvia, ya que los de sistema anglosajón se han limitado a no utilizar la facultad de imponer la concentración que establece el art. 14 DSI (vid. por ejemplo, STOCKWELL, T. “The effects of implementation of CAD and ISD in the UK”, cit., p. 771 y ss.).

Por lo que respecta al primero, la transposición de la DSI se ha movido en una línea claramente defensora de la concentración. Por un lado, porque para escapar del art. 14 DSI se desgaja del tradicional monopolio de los Agentes de Bolsa el *principio de intermediación* [cfr. arts. 43 y 44 Ley 96-597, de 2 de julio de 1996, sobre modernización de las actividades financieras (MAF)]; cuya infracción se pena con la nulidad, además de con sanciones fiscales e incluso penales<sup>(69)</sup>. Circunstancia que, como ya sabemos<sup>(70)</sup>, indirectamente favorece la concentración. Y, por otro lado, porque se mantiene (con las excepciones impuestas por la DSI) el principio de concentración, sancionando también su infracción con la nulidad (cfr. art. 45 MAF). En cuanto a su configuración concreta, la cuestión de mayor interés es que se admite el *multilisting*, ya que la nulidad de la operación sólo se produce si ésta no se realiza en un mercado regulado de un Estado miembro del Espacio económico europeo (art. 45.I MAF)<sup>(71)</sup>.

En Bélgica, la opción tomada es similar a la francesa. Esto es, establecimiento del principio de intermediación (art. 2 Ley de 6 de abril de 1995); y mantenimiento, con modificaciones, del principio de concentración (art. 37; desarrollado por el *arrêté royal* de 13 de mayo de 1996)<sup>(72)</sup>. Sin embargo, existen diferencias. La más importante son las sanciones por incumplimiento, en las que, frente a la dureza francesa, la contravención del principio de intermediación carece de sanción específica y la del principio de concentración es simplemente la posibilidad para el cliente de rechazar la operación así realizada y pedir que se le devuelva lo aportado (es decir, hacer correr al intermediario con el riesgo de posición). Además, en cuanto a los requisitos para poder imponer la concentración, se hace una interpretación restrictiva que lleva a que desaparezca el segundo requisito del art. 14.3 DSI. Y, por último, se desarrolla la posibilidad de autorizaciones por parte de la clientela, en las que se parte de la necesidad de que sean expresas e individualizadas, pero con excepciones<sup>(73)</sup>.

---

(69) Vid. al respecto COURET, “Loi de Modernisation...”, cit., p. 36 y ss.; VAUPLANE, “La Loi Française...”, cit., p. 721 y ss. De todos modos, el rigor de esta norma no es tan extremo como puede parecer del texto, ya que se admiten importantes excepciones, (p. ej. cuando la cesión se efectúe entre dos personas físicas y sobre valores mobiliarios [cfr. art. 43.II.a) MAF].

(70) Vid. lo que se dijo al respecto *supra* en el texto.

(71) Vid. los autores citados *supra* en nota.

(72) Para el análisis de estas normas vid. DELAHAUT, “La centralisation en bourse des transactions...”, cit., p. 311 y ss.

(73) Así, la autorización puede ser global para las transacciones que se vayan a realizar en el marco de un mandato de gestión discrecional; y puede ser tanto *a posteriori* como global, cuando la orden provenga de un inversor profesional o institucional (cfr. *arrêté royal* de 13 de mayo de 1996).

Por último, el Derecho italiano, dados sus precedentes<sup>(74)</sup>, sigue una vía distinta, basada en la enunciación del principio de intermediación y la determinación de una excepción y supuestos de no aplicación (cfr. art. 21.2 Decreto legislativo 415 de 23 de julio de 1996; y arts. 3, 4 y 5 *delibera* Consob n. 10358 de 10 de diciembre). A nuestros efectos, los aspectos más interesantes son: Por un lado, que se mantenga, como en Bélgica, la supresión del segundo requisito del 14.3 DSI. Y, por otro, que en el caso de la autorización previa por parte del cliente, establece expresamente el criterio del *best execution*. Esto es, que sólo se puede ejecutar la operación fuera del mercado si ésta permite obtener un mejor precio para el cliente<sup>(75)</sup>.

La principal conclusión que se puede extraer de estos tres ejemplos es que, en los países latinos, la transposición se ha realizado de forma muy heterogénea; pero en todos ha supuesto una cierta flexibilización del principio de concentración.

## 2.2. *El art. 36 LMV*

Siguiendo la tónica expuesta, nuestro Derecho, tomando como punto de partida la regulación todavía vigente, parece que opta por una vía original de transposición de la DSI en este punto. En concreto, la prevista por el art. 36 del LMV<sup>(76)</sup>.

---

(74) Nos referimos al art. 11 de la Ley SIM, de 2 de enero de 1991, que introdujo en Italia el principio de concentración (vid. en la doctrina, CERA, M., “Le società di intermediazione mobiliare”, cit., pp. 30-31).

(75) Sobre estas normas vid. HAMAUI, R./RATTI, M., “La concentrazione in borsa degli scambi. Legittimità, opportunità e convenienza”, cit., p. 27 y ss. De entre los muchos puntos que, por razones de espacio, dejamos en el tintero, uno especialmente interesante es que, aunque se mantiene el principio de concentración, éste indudablemente se flexibiliza. Y no sólo por imposición de la DSI, como lo demuestra la disminución del contravalor mínimo para estar incluido en el *block trading*.

(76) Cuyo tenor literal es el siguiente:

“1. *Tendrán la consideración de operaciones de un mercado secundario oficial de valores las transmisiones por título de compraventa, u otros negocios onerosos característicos de cada mercado, cuando se realicen sobre valores negociables o instrumentos financieros admitidos en el mismo.*

2. *Las operaciones de mercado a que se refiere el número anterior podrán ser ordinarias y extraordinarias. Tendrán la consideración de operaciones ordinarias las realizadas con sujeción a las reglas de funcionamiento del mercado secundario oficial de que se trate. Se considerarán operaciones extraordinarias las no sujetas a todas o a alguna de las reglas de funcionamiento del mercado secundario oficial.*

## A) Cambios concretos introducidos

En él, se parte de la antigua distinción entre operaciones de mercado y no de mercado. Sin embargo, se introducen numerosos e importantes cambios.

Por lo que se refiere a las *operaciones de mercado*, se modifica en parte su definición, ya que no son sólo compraventas sino también otros negocios onerosos característicos de cada mercado. Precisión con la que creemos que se intentan evitar las posibles dudas que podría provocar la aplicación de esta norma fundamentalmente a los mercados de futuros y opciones<sup>(77)</sup>; además de

3. *En cualquiera de los siguientes casos podrán realizarse operaciones extraordinarias:*

a) *Cuando el comprador y el vendedor residan habitualmente o estén establecidos fuera del territorio nacional.*

b) *Cuando la operación no se realice en España. Reglamentariamente se determinarán los requisitos que deben darse en una operación para entender que se realiza fuera de España.*

c) *Cuando tanto el comprador como el vendedor autoricen previamente a una empresa de servicios de inversión o a una entidad de crédito, expresamente y por escrito que la correspondiente operación se realice sin sujeción a las reglas de funcionamiento del mercado. Reglamentariamente se determinará el contenido y los requisitos de la referida autorización, para lo cual se tendrán en cuenta, entre otros aspectos, la naturaleza del inversor, la cuantía de la operación y las condiciones de precio que deberán ser, salvo mandato en contrario, las que garanticen que se obtenga el mejor precio en la operación.*

4 *La realización de operaciones extraordinarias deberá ser comunicada a los organismos rectores del correspondiente mercado en la forma que reglamentariamente se determine. En el caso previsto en la letra c) del número 3 anterior, mientras no tenga lugar dicha comunicación, el adquirente no podrá negociar los correspondientes valores o instrumentos financieros, ni ejercer los derechos que los mismos comprendan. Deberá también notificarse a los organismos rectores del correspondiente mercado en la forma que reglamentariamente se establezca, las transmisiones por título de compraventa de aquellos valores cuya negociación en un mercado secundario oficial haya sido suspendida de conformidad con lo previsto en el artículo 33 de esta Ley. En tanto no tengan lugar dichas comunicaciones, el adquirente no podrá negociar los correspondientes valores, ni ejercer los derechos que los mismos comprendan.*

5. *Las transmisiones a título oneroso diferentes a las previstas en el número 1 anterior y las transmisiones a título lucrativo de valores o instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado secundario oficial no tendrán la consideración de operaciones del mismo. No obstante, deberán notificarse a los organismos rectores del correspondiente mercado en la forma que reglamentariamente se determine. En tanto no tengan lugar dichas comunicaciones, el adquirente no podrá negociar los correspondientes valores, ni ejercer los derechos que los mismos comprendan.*

6. *Los organismos rectores de los correspondientes mercados, a quienes sean realizadas las comunicaciones o notificaciones a que se refieren los apartados anteriores, darán cuenta de ello a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en la forma y los casos que reglamentariamente se determine.*

7. *(No reproducido por tratar el préstamo de valores.)*"

(77) Sobre la naturaleza jurídica de las opciones y futuros, vid. por ejemplo IGLESIAS PRADA, J. L., "El contrato de futuros financieros. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico", en AAVV, *Los mercados españoles: opciones y futuros financieros*, cit., pp. 229-258; MASSAGUER FUENTES, J., "La opción financiera: Caracterización jurídica", cit., pp. 259-291.

permitir con mayor facilidad la inclusión de los dobles y las operaciones con pacto de recompra que regula, y *califica como operaciones de mercado*, la DA 12 Ley 37/1998.

Dentro de las operaciones de mercado, se introduce también la distinción entre *operaciones ordinarias y extraordinarias*. Este dato, que puede parecer poco importante, creemos que tiene su relevancia, ya que refleja la *voluntad preferentemente concentradora* que inspira la transposición realizada en nuestro Derecho<sup>(78)</sup>. La razón es bien simple: si la operación, a pesar de ser extraordinaria, sigue siendo *del mercado*, existirá una *vis atractiva* en cuanto a la normativa aplicable en favor de las reglas de funcionamiento del mercado.

Muy importante es también la definición que se hace de las operaciones de mercado, ya que no se dice que son las que utilizan los sistemas de contratación del mercado, sino las realizadas con sujeción a las reglas de funcionamiento del mercado secundario oficial de que se trate. De esta forma, como sucedía con los antiguos arts. 36 y 37 LMV, *no se impone el principio de concentración sino que ello dependerá de lo que establezcan las reglas de funcionamiento de cada mercado*. En consecuencia, se puede mantener sin problemas la no vigencia del principio de concentración en los Mercados de Deuda, Futuros y Opciones y AIAF<sup>(79)</sup>.

En cuanto a las operaciones extraordinarias, sorprende que se consideren como tales incluso las que no cumplan *ninguna* de las reglas de funcionamiento del mercado, pero parece que su justificación está en la voluntad concentradora a la que hemos hecho referencia con anterioridad. Esta impresión se confirma con la forma de transponer el 14.3 DSI, ya que mientras éste establece los casos en que podrá imponerse la concentración, con lo que parece dar a entender que la regla es la no concentración, el art. 36.3 LMV parte del planteamiento inverso. Es decir, establece dichos supuestos como excepciones a la consideración de dichas operaciones como ordinarias<sup>(80)</sup>.

Un paso más en este sentido es la transposición de los supuestos concretos del art. 14.3 DSI que hace el art. 36.3 LMV. Así, la limitación de la concentración a operaciones realizadas por inversores residentes o establecidos en el

---

(78) Conf. en cuanto a la voluntad del legislador, RUBIO DE CASAS, “Los mercados en el proyecto...”, cit., p. 49.

(79) Vid. lo que se dijo al respecto *supra* en el texto. En cuanto al AIAF, téngase en cuenta que con la desaparición de la categoría de mercado secundario organizado no oficial (antiguo art. 77 LMV), el art. 36 LMV pasa a serle también de aplicación.

(80) Aunque recuérdese que la calificación de la operación como ordinaria no implica *necesariamente* la imposición del principio de concentración (vid. *supra*).

Estado de origen se convierte en que sólo serán extraordinarias las operaciones en que *tanto comprador como vendedor* residan habitualmente o estén establecidos fuera del territorio nacional. Esta norma plantea serios interrogantes de conformidad con la DSI, ya que, por ejemplo, operaciones de un inversor no residente en que actúe como *dealer* una ESI española podría considerarse que no reúnen los requisitos para ser calificadas como extraordinarias. En todo caso, se trata de una disposición ciertamente rigurosa, ya que las actuales tomas de razón con sólo una de las partes no residente o no establecida no podrán considerarse operaciones extraordinarias, y, por tanto, seguirán sujetas, previsiblemente, a los estrictos límites que tienen nuestras tomas de razón <sup>(81)</sup>.

Lo mismo sucede con el supuesto de las operaciones no realizadas en España, cuya concreción se deja al futuro desarrollo reglamentario. Aunque en teoría esta previsión podría determinar la no aplicación de las reglas de mercado incluso para inversores residentes o establecidos en España, parece lógico, vista la opción tomada por el legislador, que se aproveche para acentuar aún más la *vis atractiva* hacia el carácter ordinario incluso de operaciones con muchos de sus intervinientes no residentes o establecidos.

En cuanto a la autorización expresa, aunque aquí también queden muchas cuestiones que deberá concretar el desarrollo reglamentario; en todo caso, la exigencia de autorización tanto al comprador como al vendedor, y que ésta tenga que ser no sólo expresa sino también por escrito, dejan bastante clara cuál es la voluntad del legislador.

Como vemos, existe una clara reticencia a flexibilizar el no sometimiento a las reglas del mercado. Una prueba más es que donde no queda más remedio que admitirlo (operaciones extraordinarias), se impone expresamente el *principio de transparencia* (art. 36.4 LMV), que indirectamente protege la concentración del mercado <sup>(82)</sup>.

Este rigor, sin embargo, no es tan importante como pudiera parecer. En primer lugar, porque a diferencia de lo que se ha hecho en países como Francia o Bélgica <sup>(83)</sup>, *ha desaparecido el principio de intermediación*. Aquí probablemente ha pesado la tradicional identificación entre concentración e intermediación, lo que ha debido hacer pensar al legislador que las exigencias de la DSI

---

(81) Vid. la exposición de su regulación que se hizo *supra* en el texto.

(82) Vid. las consideraciones que se hicieron al respecto *supra* en el texto.

(83) En todo caso, téngase en cuenta que las únicas operaciones sometidas a la intermediación en dichos ordenamientos son las equivalentes a nuestras operaciones ordinarias (vid. p. ej. art. 43 MAF, en relación con el art. 45 MAF).

eran incompatibles con el principio de intermediación<sup>(84)</sup>. Pero, lo que es si cabe más relevante, *el régimen sancionador se ha dulcificado mucho*. En efecto, frente a la nulidad del antiguo art. 36 LMV, el nuevo no establece sanción alguna al incumplimiento de las normas sobre las operaciones ordinarias. Y para las operaciones extraordinarias, se sanciona el no cumplimiento de la obligación de *reporting* del art. 36.4 LMV con la imposibilidad de negociar y ejercer los derechos derivados, *pero sólo para el caso en que sea necesaria la autorización previa del art. 36.3.c) LMV*<sup>(85)</sup>. Es decir, estamos ante obligaciones de un *aparente rigor* pero que, por la benignidad de las sanciones, pueden suponer la desaparición *de facto* del principio de concentración en nuestro Derecho<sup>(86)</sup>.

En el caso de las operaciones extraordinarias, dicha situación podría intentar justificarse en lo difícil que sería controlar el cumplimiento de la obligación de *reporting* en operaciones fundamentalmente de no residentes. Pero no nos parece una razón convincente. En primer lugar, porque entonces lo que se debería haber hecho es simplemente eliminar la obligación de *reporting* para dichas operaciones. Y, en segundo lugar, porque dado nuestro sistema de anotaciones, sí vemos factible articular mecanismos para controlar su cumplimiento<sup>(87)</sup>. Por ello creemos que hubiera sido acertado que, por lo menos, en la tramitación parlamentaria de la Reforma se hubiese aceptado la enmienda n.º 49 de CiU que proponía extender aquella sanción a todas las operaciones extraordinarias<sup>(88)</sup>.

Sea como fuere, es en las operaciones ordinarias donde ya no es posible encontrar justificación alguna a la regulación establecida. Sobre todo porque, a falta de sanción específica, como mucho puede defenderse la no negociabilidad en el mercado de los valores, pero difícilmente la imposibilidad de ejercicio de

---

(84) Es muy probable, sin embargo, que la desaparición del principio de intermediación sea muy relativa; ya que casi seguro se incluirá entre las reglas de funcionamiento a seguir por las operaciones ordinarias (recuérdese lo dicho en la nota anterior sobre la exclusión de las operaciones extraordinarias). No obstante, ello no quiere decir que la situación vaya a permanecer igual, ya que mientras antes el incumplimiento de la intermediación era causa de nulidad, actualmente no se ha previsto sanción específica (vid. al respecto lo que se dice para las operaciones ordinarias *infra* en el texto).

(85) Ciertamente, existe una sanción administrativa general en el art. 100.e) LMV; pero como es lógico, no afecta al ámbito jurídico, que es la que nos referimos en el texto.

(86) Nótese la semejanza con lo sucedido en el Derecho belga.

(87) Por ejemplo, modificando el RD 116/1992 sobre anotaciones en cuenta, y estableciendo la obligación de las entidades gestoras de desglosar los valores anotados en los que para su inscripción no se haya presentado el certificado acreditativo de haber cumplido la obligación de *reporting*.

(88) Vid. BOCD, de 26 de marzo de 1997. Serie A., n.º 29-4, pp. 54-55.

derechos<sup>(89)</sup>; con lo que su régimen es más benigno que el de las operaciones extraordinarias. Situación que, por la falta de rango normativo, no creemos que pueda ser solucionada en el desarrollo reglamentario de esta Ley. Lo lógico hubiera sido, o imponer la misma sanción que para las operaciones extraordinarias, o reintroducir la nulidad, como ha hecho el Derecho francés<sup>(90)</sup>.

Por lo que respecta a las operaciones de valores cuya negociación esté suspendida, parece que la opción tomada es asimilar su régimen al de las operaciones extraordinarias, lo que, unido a los cambios de la regulación de las operaciones ordinarias, parece que contribuirá a clarificar su régimen jurídico<sup>(91)</sup>.

Por último, las operaciones no de mercado, salvo la ampliación de su ámbito objetivo a valores o instrumentos financieros admitidos a negociación, mantienen su regulación actual<sup>(92)</sup>. Es decir, su necesidad de *reporting* sancionado con la no negociabilidad ni ejercicio de los derechos de los valores.

## B) Sentido general del precepto

Después de estas breves observaciones, da la impresión de que en la elaboración del art. 36 LMV se ha producido un *divorcio* entre los fines buscados y los resultados conseguidos. Parece claro que se ha intentado realizar una transposición restrictiva de la DSI para defender el principio de concentración. Sin embargo, *de facto* esta norma puede significar *su acta de defunción en nuestro Derecho*. En primer lugar, porque *el art. 36 LMV no impone el principio de concentración*. Esta decisión se *deslegaliza*, ya que serán las normas de funcio-

(89) La nulidad, por un lado, sin una *Ley* expresa (que la decretase, sería muy difícil de admitir. Y otro tanto cabría decir, por ejemplo, en el caso de acciones, de la inoponibilidad frente a la sociedad de la titularidad obtenida en contravención del art. 36 LMV. Lo más lógico, por tanto, sería pensar en algo parecido a lo que fue la concepción tradicional de esta situación. Es decir, que no cumplir las normas de mercado eliminase la “bursatilidad” de la operación, pero no la validez de la compraventa realizada por las partes. O, traducido al lenguaje de nuestros días, la sanción sería simplemente vedar la posibilidad de utilizar el sistema de contratación del mercado (vid. para la visión tradicional SÁNCHEZ ANDRÉS, “La transmisión...”, cit., p. 3427; RODRÍGUEZ SASTRE, A., *Operaciones de bolsa*, cit., p. 393 ss.; FERNÁNDEZ AMATRIAIN, J., *La bolsa. Su técnica y organización. Cómo operar en el mercado de valores*, cit., p. 176 y ss.; LANGLE, E., *Manual de Derecho mercantil español*, cit., pp. 222-223).

(90) En nuestra opinión, de estas dos posibilidades, la preferible era la primera, ya que la nulidad, dada su inherente tosquedad, puede provocar en muchos casos efectos no deseados.

(91) Para las dudas que actualmente se plantean, vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, “La transmisión de valores cotizados...”, cit., pp. 3431-3434.

(92) Vid. en lo que respecta a las Bolsas de Valores, el RD 1416/1991 (Capítulo II) (desarrollado por la Bolsa de Madrid y Barcelona), mientras que la inscripción por las Entidades Adheridas de dichas transmisiones se regula en los arts. 38 y 50 del RD 116/1992, regulación que a nuestro entender no precisará ser modificada

namiento de cada mercado las que determinen su vigencia. Y, sobre todo<sup>(93)</sup>, porque *se suaviza notablemente el régimen sancionador*. Esta circunstancia, además, hace inútiles todas las rigideces y elementos de posible roce con la DSI que tiene el art. 36 LMV. Por ejemplo, la exigencia de que sea *por escrito* la autorización previa; o la referencia tanto al comprador como vendedor como requisito para ser operación extraordinaria<sup>(94)</sup>.

Si lo que realmente se quería era proteger el principio de concentración, debería haberse seguido la estela francesa. En primer lugar, manteniendo un verdadero principio de concentración sancionado con la nulidad. Y, en segundo lugar, desglosando de éste el principio de intermediación, también sancionado con la nulidad. Ciertamente deberían haberse introducido las excepciones a las que obliga el art. 14.3 DSI. Pero para ello se podría haber mantenido la original solución de distinguir, dentro de las operaciones de mercado, entre operaciones ordinarias y extraordinarias; dada la *vis atractiva* que ello tiene para la aplicación de las reglas del mercado. En todo caso, garantizado un espacio de *vigencia efectiva* del principio de concentración, no se hubiera tenido necesidad de haber sido tan extremo en la transposición de las excepciones recogidas en el art. 14.3 DSI.

De todos modos, desde una perspectiva no tan favorable al principio de concentración como es la nuestra, el resultado (probablemente no querido) al que conduce el art. 36 LMV, no nos parece totalmente insatisfactorio. Sobre todo porque, al no ser tan severo, permite reinterpretar nuestro sistema entendiendo que admite reglas de *fomento* de la concentración, pero no su imposición total vía *ministerio legis*. Y también porque es una norma más acorde con la verdadera realidad de nuestros mercados de valores, en los que sólo para el segmento minorista de la bolsa tiene sentido plantearse la posibilidad de imponer el principio de concentración<sup>(95)</sup>.

### 2.3. Claves para el futuro desarrollo reglamentario

Todas las dudas que hemos planteado en el apartado anterior sobre el sentido general que tiene, y el que se debe dar, al art. 36 LMV hacen que hablar de

---

(93) La mayor relevancia de este segundo factor radica en que el no reconocimiento legal de la concentración siempre podría ser solucionado por vía reglamentaria o de reglamento del mercado, mientras que el régimen sancionador sólo puede encontrarse delimitado legalmente.

(94) Es decir, la pregunta sería ¿para qué tantas cautelas si su violación no va a ser prácticamente sancionada?

(95) Recuérdense lo mucho que resaltamos este dato al estudiar la regulación anterior del principio de concentración.

cuáles serán las claves de un futuro desarrollo reglamentario sea realmente arriesgado. Sobre todo, porque está por resolver lo más importante. Esto es, si se sigue con la vocación concentradora o se buscan planteamientos más flexibles. Por ello, optaremos por explicar la interpretación que creemos que debería realizarse aunque, ya lo adelantamos, no creemos que sea la que probablemente prevalega al final.

Así, con carácter general, no debiera acentuarse la línea tan “aparentemente” protectora de la concentración que presenta el art. 36 LMV. Fundamentalmente, porque aunque el proteccionismo puede estar justificado en algunos casos, su exceso puede implicar el riesgo de “huida” de las emisiones de los valores de las sociedades españolas a mercados más flexibles que las Bolsas españolas<sup>(96)</sup>. Tiene que ser la eficacia de los servicios que prestan las Bolsas y no la imposición artificial de monopolios legales la que provoque la concentración de las operaciones en nuestros mercados. Sobre todo, porque por mucho principio de concentración que se imponga, la experiencia, por ejemplo, de la cotización de valores españoles en mercados como el NYSE demuestra que existen siempre medios indirectos para evitar dicho principio<sup>(97)</sup>.

En realidad, lo verdaderamente importante para mantener el buen funcionamiento de los mercados, insistimos, *no es tanto la concentración como la transparencia*<sup>(98)</sup>. Es decir, como sucede con las operaciones extraordinarias, se puede desconcentrar siempre que se mantenga la posibilidad de que el mercado pueda conocer los datos relevantes de la operación realizada<sup>(99)</sup>. En todo caso, tampoco estamos radicalmente en contra del principio de concentración *de las*

---

(96) En este sentido, es interesante destacar que una de las cuestiones generales que está proponiendo la Comisión Especial para la elaboración de un “Libro Blanco” sobre la reforma parcial de determinados sectores del Derecho Mercantil Financiero sea precisamente la de si se conocen empresas españolas que hayan emitido valores en el extranjero, y, en caso afirmativo, las razones que motivaron dicha decisión. Vid. en este mismo sentido las propuestas de cambios en la LSA que realizó dicha comisión, y las modificaciones, mucho menos importantes, que recoge la DA 13 de la Ley 37/1998.

(97) Vid. lo que se dijo al respecto *supra*.

(98) Todo ello porque si no los precios de cotización de los mercados podrían llegar a no ser representativos del valor de los activos cotizados. Vid. lo dicho *supra* al respecto en la parte teórica.

(99) Transacciones que lógicamente no tendrán que cumplir unos requisitos tan rigurosos como las operaciones ordinarias. Recuérdese, a modo de ejemplo, que el plazo de comunicación de las aplicaciones y tomas de razón es de casi 24 horas (vid. *supra* en el texto); mientras que el de las operaciones del SIBE es prácticamente en tiempo real.

*operaciones bursátiles*<sup>(100)</sup>. Un cierto *fomento* jurídico de la concentración puede ser favorable para los mercados, siempre que dicho *fomento* no se convierta en *imposición* incluso para aquellos casos en que la desconcentración pueda estar justificada (por ejemplo, el *best executing*).

Con dichas claves, creemos que éstas podrían ser algunas de las directrices que debería seguir el desarrollo reglamentario del art. 36 LMV:

En primer lugar, se debería aclarar que cuando el art. 36.3.c) LMV se refiere a “comprador y vendedor”, lo hace a “inversores” compradores e “inversores” vendedores; para evitar, en contra de la DSI, que operaciones realizadas por ESI españolas con inversores no residentes o establecidos en España no puedan considerarse como operaciones extraordinarias.

En segundo lugar, y muy relacionada con la precisión anterior, en la determinación de qué son las operaciones no realizadas en España debería primar un criterio eminentemente subjetivo. De tal forma que fuera realizada en España aquella en la que participase un inversor residente o establecido en España y *viceversa*.

En tercer lugar, debería quedar clara la admisión del *multilisting*. Es decir, que es operación ordinaria la que se realice a través de otro mercado regulado en el que coticen los valores (p. ej. la Bolsa de París); aunque, evidentemente, las reglas de funcionamiento del mercado que se cumplan no sean las del primer mercado (p. ej. la Bolsa de Madrid). O, dicho de otra forma, que sea ordinaria la operación que cumpla las reglas de funcionamiento de *un* mercado regulado<sup>(101)</sup>.

Por último, la exigencia de autorización expresa a que hace referencia el art. 36.3.c) LMV debería dotarse de suficiente flexibilidad. Para ello, la clave sería interpretarla como una medida cuya finalidad es proteger al inversor<sup>(102)</sup>. Así, para los pequeños inversores, la base del sistema debería ser el *best executing*<sup>(103)</sup>. Es decir, permitir la autorización en todos aquellos casos en que existan

---

(100) Téngase en cuenta que sólo hablamos de las operaciones bursátiles. Para la explicación de la exclusión de los demás mercados vid. *supra* apartado III.3.

(101) Recuérdese, en este sentido, el caso francés; además de los indicios en esta dirección que nos da el propio art. 14 DSI.

(102) Interpretación que, como ya pusimos de manifiesto, tiene elementos textuales favorables en el art. 14 DSI.

(103) Recuérdese, en este sentido, la importancia que tiene dicha regla en el Derecho italiano. Esta idea, por otro lado, no es desconocida en nuestro país, como lo demuestra el que la enmienda n.º 48 de CiU propusiese su inclusión expresa en el art. 36.3.c) LMV.

sistemas alternativos que permitan obtener un *mejor precio* <sup>(104)</sup>. De esta forma, además, se conseguiría que las reglas de protección de las operaciones de mercado no fueran desincentivadoras de la competencia; ya que sólo los sistemas de contratación eficientes podrían evitar la huida de operaciones. En esta misma línea, y también para cumplir la exigencia de la DSI de que la autorización no impida la rápida ejecución de las órdenes, debería permitirse que la *forma escrita* pudiera cumplirse *a posteriori* previa autorización verbal del inversor <sup>(105)</sup>.

En este sentido, nos parece altamente criticable la previsión introducida a última hora de la posibilidad de mandato en contrario a la necesidad de obtener el mejor precio. Y no por su existencia, sino por su *admisión indiscriminada*. Esta regla donde tiene sentido es en los inversores institucionales o grandes inversores, que pueden tener intereses distintos del mero precio (tomás de control; adquisición de posiciones estratégicas en alguna empresa...); *pero no en los pequeños inversores*. Por ello, entendemos que el desarrollo reglamentario debiera dejar claro este punto.

Otro punto a tratar sería el carácter individual o global de la autorización <sup>(106)</sup>. Sin ningún género de dudas debería permitirse la autorización global en el caso de inversores institucionales o profesionales, ya que la finalidad tuitiva de la norma aquí carece de sentido. Y, aunque el tema puede ser más discutible <sup>(107)</sup>, en nuestra opinión también para los pequeños inversores, siempre que se garantice el *best executing*.

---

<sup>(104)</sup> Sin negar la utilidad del *best executing*, es importante destacar que, en realidad, se trata de una regla redundante. Todo ello porque, aunque no existiera, podría deducirse sin dificultad de las obligaciones que tienen los intermediarios derivadas de sus normas de conducta (vid. arts. 78 y ss. LMV; y RD 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios. Y, en la doctrina, TAPIA HERMIDA, A., “Las normas de actuación en los mercados de valores”, en *RDBB*, n.º 50, 1993, pp. 315 ss.; id. “Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores”, cit., p. 561 y ss.; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GOMEZ-ACEBO, A., “Los reglamentos internos de conducta de las entidades y profesionales del mercado de valores: líneas generales de una nueva institución”, en *RGD*, 1995, pp. 6960-6979).

<sup>(105)</sup> Es decir, establecer un sistema parecido al que ya existe actualmente para los archivos de justificantes de órdenes en el art. 8.3 RD 623/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación y registros obligatorios. Sobre el tema vid. TAPIA HERMIDA, A. J., “Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores”, en *RDBB*, n.º 63, julio-septiembre 1996, p. 596 y ss.

<sup>(106)</sup> Recuérdesse que este es uno de los puntos regulados por el Derecho belga.

<sup>(107)</sup> La principal objeción que se puede hacer a esta propuesta es que de esta forma el principio de concentración quedaría totalmente desvirtuado, ya que, utilizando autorizaciones globales en los condicionados generales de los contratos, sería muy fácil eludirlo. Ciertamente ese riesgo existe, pero siempre que se parta de la necesidad de defender la concentración incluso cuando perjudica al cliente, tesis que, como ya hemos repetido en varias ocasiones, no compartimos en absoluto.

V. CONCLUSIONES: ¿ES REALMENTE NECESARIO EL PRINCIPIO DE CONCENTRACIÓN?

Después de todas estas páginas, la principal conclusión que extraemos es que, como sucede a menudo, las ideas preconcebidas y no suficientemente matizadas suelen ser poco acordes con la realidad.

El principio de concentración, a pesar de la discusión que provocó en la elaboración de la DSI, *no es* una característica esencial de los sistemas latinos, entre los que se encuentra España. Se trata más bien de una de las distintas opciones que pueden tomarse en la regulación de los mercados de valores, pero cuya admisión no es ni general ni pacífica. Además, en la normativa antiguamente vigente en España *ni siquiera era un principio general*, ya que sólo existía para las operaciones bursátiles del segmento minorista. Y en la actual (art. 36 LMV), a pesar de que lo que se ha buscado es proteger al máximo la concentración, está previsto de tal forma que *de facto* supone su práctica desaparición.

Esta situación, en nuestra opinión, lejos de intentar corregirse (en la medida de lo posible) en el desarrollo reglamentario, *siempre que se garantice el principio de transparencia*, debería mantenerse. Fundamentalmente, porque medidas limitadoras de la competencia como el mantenimiento a ultranza del principio de concentración pueden volverse en contra de los propios mercados que se pretenden proteger. No son los monopolios jurídicos, sino el fomento de la eficiencia, la mejor manera de afrontar la regulación de los mercados de valores en el nuevo marco derivado de la implantación de la DSI.

# LOS MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES DE FUTUROS Y OPCIONES: ALGUNOS ASPECTOS CONTRACTUALES

EDUARDO M<sup>a</sup> VALPUESTA GASTAMINZA

*Profesor Titular de Derecho Mercantil  
Universidad de Navarra*

---

## SUMARIO

- I. LOS MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES DE FUTUROS Y OPCIONES.
  - II. LAS FORMAS DE INTERMEDIACIÓN EN LOS MERCADOS DE FUTUROS Y OPCIONES.
    - 1. **Los Miembros del Mercado: relaciones de ellos entre sí y relaciones con la Sociedad Rectora.**
    - 2. **Relación del cliente con el Miembro del Mercado.**
    - 3. **La interposición de la Sociedad Rectora.**
    - 4. **Procedimiento de contratación y contrato de futuro u opción.**
  - III. EL RÉGIMEN DE LAS LLAMADAS “GARANTÍAS”.
-

I. LOS MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES  
DE FUTUROS Y OPCIONES

La Ley de Mercado de Valores, en la primitiva redacción de su art. 59 (cuyo mandato fundamental se mantiene en la redacción actual, realizada por la Ley 37/1998), facultaba al Gobierno para que, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, regulara la organización y funcionamiento de los mercados secundarios oficiales de valores a que se hace referencia en la letra c) del artículo 31 de esa Ley (mercados de ámbito estatal y referentes a valores representados mediante anotaciones en cuenta), regulación que se ajustará a los principios establecidos en esa Ley para las Bolsas de Valores y el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones en Cuenta. Fruto de esta previsión normativa surgió la regulación del mercado oficial de futuros y opciones por RD 1814/1991, de 20 de diciembre, si bien la existencia real de mercados en que se realizaran operaciones de este tipo es anterior a este RD <sup>(1)</sup>. La redacción del art. 59 que formula la Ley 37/1998 recoge algunas normas ya formuladas en aquel Decreto, otorgándoles así un rango normativo de ley.

Los “futuros financieros” son, básicamente, operaciones en cuya virtud dos partes acuerdan ejecutar en el futuro una operación sobre determinados productos, valores o índices, pactando desde ahora el precio a pagar con independencia del precio de esos valores o índices en el momento del vencimiento. A veces la operación se referirá a productos concretos, y en tal caso el comprador se compromete a pagar en el momento del vencimiento el precio fijado al vendedor a cambio del bien, precio que podrá ser superior o inferior al de mercado en ese momento. Ahora bien, lo más común es que en realidad las partes no deseen “comprar” ni “vender” materialmente nada, sino fijar un “precio de referencia”, de modo tal que, si llegado el plazo fijado el precio de mercado del valor, índice o producto es inferior al de referencia una de las dos partes, llamada normalmente “comprador” o “tomador”, pague a la otra la diferencia; mientras que si el precio de mercado es superior, será la otra parte, llamada “vendedor” o “dador”, la que abone la diferencia. Esta forma de liquidar el contrato, consistente no en el cambio de unos bienes por dinero sino en liquidar la diferencia

---

(1) Así, por Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 21 de marzo de 1989 se regulaban las operaciones a plazo, a futuros y opciones sobre Deuda del Estado anotada, y surgieron las primeras sociedades que gestionaron esos mercados (OM Ibérica SA y MEFFSA), precedentes de las actuales MEFF Renta Fija y MEFF Renta Variable. Tras la promulgación del RD 1814/1991, en 1992, por sendas órdenes Ministeriales de 8 de julio se autorizaron los dos mercados financieros que actualmente existen en España, MEFF sobre productos financieros derivados de renta fija, con sede en Barcelona, y MEFF sobre productos financieros derivados de renta variable, con sede en Madrid.

entre los precios de referencia y de mercado, se denomina “liquidación por diferencias”, y como queda dicho es la forma más habitual de operar <sup>(2)</sup>.

(2) Lo que normalmente las partes buscan con la operación no es adquirir un bien, sino precisamente cubrirse frente a las posibles subidas o bajadas del precio de ese bien fijando desde ahora un precio del mismo con independencia del que alcance en el mercado en el momento de liquidación. Así, el que prevea que va a adquirir un bien en el futuro podrá pactar en este momento que pagará en ese futuro un precio determinado por el mismo. Llegado el plazo pactado, si el bien cuesta en el mercado más que el precio de referencia, recibirá de la contraparte la diferencia con lo cual acabará desembolsando sólo el precio de referencia (paga en el mercado el precio total, y recibe la diferencia con el precio de referencia); si, en cambio, el precio de mercado es inferior al de referencia, comprará en el mercado el bien barato, pero satisfará además a la contraparte del futuro la diferencia. Como se aprecia, en cualquiera de los dos supuestos acaba desembolsando por ese bien el precio de referencia, sea cual sea el de mercado. De esta manera el futuro comprador se asegura un precio fijo del bien: no sufrirá los perjuicios de que el precio suba demasiado; ahora bien, a cambio tampoco se beneficiará de que los precios de mercado bajen. En este ejemplo se aprecia que la operación se liquida por diferencias: el contratante del futuro no desea, mediante el mismo, adquirir el bien, sino asegurarse un precio fijo. El futuro financiero sirve así de “cobertura” a una operación subyacente que es la que piensa realizar el contratante en el mercado de bienes. Por otro lado, si bien el ejemplo se basa en el precio de un bien, lo más común es que los futuros se refieran a valores determinados o a índices (tipos de interés, índices bursátiles, etc.), buscando el contratante asegurarse una rentabilidad o un interés determinado con independencia de las fluctuaciones del mercado de que se trate. Los futuros, como en general todos los derivados financieros, aparte de esta finalidad de cobertura también pueden tener una finalidad puramente especulativa o de arbitraje entre mercados. Sobre todas estas cuestiones vid. especialmente COSTAS RAN, L., “Diversificación de los productos derivados y su utilización por la empresa”, *Perspectivas del sistema financiero*, nº 50, 1995, pp. 73 y ss.; KETTERER, J.A., “El desarrollo de los productos derivados y sus consecuencias en los mercados financieros”, *Perspectivas del sistema financiero*, nº 50, 1995, pp. 37 y ss.; LARRAGA, P., “Los mercados de futuros y opciones financieros”, en DÍAZ RUIZ, E.-LARRAGA, P. (Drs.), *Los mercados españoles: opciones y futuros financieros*, Madrid, 1995, pp. 112 y ss.; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Regulación, control de riesgos y cooperación internacional en relación con instrumentos derivados”, en DÍAZ RUIZ, E.-LARRAGA, P., *Productos financieros derivados y mercados organizados*, Civitas, Madrid, 1997, pp. 30-31; VALPUESTA GASTAMINZA, E., “Los derivados financieros”, en CALVO CARAVACA, A.L.-FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. (Drs.), *Contratos internacionales*, Madrid, 1997, pp. 1033 y ss.

Cuando la liquidación es “por diferencias”, ello realmente modaliza mucho la operación y, según la mayoría de la doctrina, modifica incluso la naturaleza jurídica de la figura, que p.ej. en el caso de los futuros, ya no podrá ser considerada como una compraventa aplazada. Vid. CUÑAT EDO, V., “Vinculación entre mercados de productos financieros derivados de renta variable y los subyacentes”, en DÍAZ RUIZ, E.-LARRAGA, P. (Drs.), *Los mercados españoles: opciones y futuros financieros*, Madrid, 1995, pp. 203-204; GALLEGO SÁNCHEZ, E., “Mercados y contratos de futuros y opciones”, en CALVO CARAVACA, A.L.-FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. (Drs.), *Contratos internacionales*, Madrid, 1997, pp. 1122 y ss.; IBÁÑEZ JIMÉNEZ, “Los contratos de futuros negociados en los mercados secundarios españoles: aproximación conceptual y consecuencias de política legislativa”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, nº 16, abril de 1995, pp. 13 y ss.; MASSAGUER FUENTES, J., “La opción financiera: caracterización jurídica”, en DÍAZ RUIZ, E.-LARRAGA, P. (Drs.), *Los mercados españoles...*, cita., pp. 272-273; SÁNCHEZ ANDRÉS, “Regulación, control de riesgos...”, cita., pp. 26 y ss.

En cuanto a las opciones, en ellas una de las partes (a la que se suele denominar “comprador” de la opción), a cambio del pago de un precio o prima, adquiere el derecho de poder obligar a la contraparte a vender (opción de compra, se adquiere el derecho a comprar) o comprar (opción de venta) un determinado bien, valor o índice por un precio prefijado. La contraparte queda, así, sujeta a lo que decida el adquirente de la opción, recibiendo a cambio de esa sujeción la prima. El comprador de la opción, llegado el vencimiento, es libre de decidir si ejerce tal opción, y por lo tanto obliga a la contraparte a vender o comprar, o no. Evidentemente, la elección dependerá de que el precio fijado en la opción sea superior o inferior al del mercado de ese bien. También lo más común en estos casos es que la operación se liquide por diferencias: esto es, si el adquirente de la opción la ejerce no se celebra una compraventa entre las partes, sino que simplemente el vendedor de la opción le satisfará la diferencia de precio entre el fijado en la opción y el de mercado <sup>(3)</sup>. A diferencia del futuro, en este contrato el adquirente es libre de ejercitar o no la opción, pero también paga una prima a cambio de esa libertad, prima que en todo caso se abona de forma definitiva con independencia de que luego se ejercite o no la opción. Por último, es importante diferenciar por completo lo que es la opción financiera en sí, esa adquisición de un derecho a comprar o vender, del posible negocio de venta o compra que luego se realice si el adquirente ejerce la opción. Esa compraventa es otro negocio distinto, cuyo antecedente es la opción, pero diferenciado de ésta. Es diferente el contrato de opción que el posible contrato que se realice como consecuencia del ejercicio de la opción.

Pues bien, los mercados españoles de futuros y opciones regulan este tipo de contratos, y lo fundamental es, precisamente, que se trata de mercados organizados. Esto es, ya se fijan los contratos que se pueden celebrar entre las partes, tanto en cuanto al subyacente o valor sobre el que se contrata (acciones de una empresa, índices bursátiles, Deuda Pública, etc.) como respecto de los vencimientos de los contratos y las demás características de los mismos, excepto el precio. Ciertamente las opciones y futuros se cotizan, y se fijan en cada momento los precios a los que se están celebrando las últimas operaciones, pero las partes son libres de pactar el precio que deseen (si bien, lógicamente, no estará muy distanciado de la última cotización). Por otro lado, y como tal mercado organizado, existe una Cámara de Compensación (en este caso la Sociedad Rectora del mercado de futuros y opciones) que se interpone en la celebración y asegura el cumplimiento de los contratos aun en el supuesto de que los

---

<sup>(3)</sup> Sería aquí aplicable lo dicho en la nota anterior respecto de los futuros. Las opciones pueden servir como cobertura de una operación que el comprador prevea realizar, pero también como movimiento especulativo para asegurarse unos precios ante la expectativa de una subida o bajada de los mismos en el momento del vencimiento.

clientes finales incumplieran sus obligaciones. La regulación legal de estos mercados lo que busca es precisamente dotarles de seguridad, estableciendo la organización precisa para que las operaciones se desarrollen con normalidad y con garantías de cumplimiento <sup>(4)</sup>.

Acerca de esta regulación, es preciso destacar el problema que plantea la especialidad de la normativa que resulta aplicable. La regulación fundamental, aparte de la contenida en la Ley de Mercado de Valores, se recoge en el citado RD 1814/1991. Como concreción y desarrollo de esta última, existen los llamados “Reglamentos de los Mercados”, que regulan ya de una forma mucho más detallada estas operaciones. Pues bien, según el apartado 7 del art. 59 LMV, en la redacción dada por la Ley 37/1998 (que recoge lo que ya decía el art. 3.5 del RD 1181/1991), tales Reglamentos “tendrán el carácter de norma de ordenación y disciplina del Mercado de Valores”. Estos Reglamentos, por un lado, parecen una norma estatutaria o autónoma, dado que es elaborada por el órgano rector del mercado y sólo obliga a los actuantes en el mismo; lo corrobora, además, que tanto los Miembros del mercado como los clientes, al contratar, aceptan regirse por esos Reglamentos, lo cual parece indicar que no serán normas obligatorias de por sí. En cambio existen otras razones que avalan su carácter de norma de carácter reglamentario: su aprobación por el Gobierno (si bien no siguiendo las normas de aprobación propias de las normas con rango de Decreto, sino el procedimiento previsto para la creación del mercado) y su consideración como “normas de ordenación y disciplina del mercado de valores” según el citado apartado 7 del art. 59 LMV. Esta incertidumbre acerca del carácter normativo de estos Reglamentos cobra mayor relevancia cuando se advierte que en

---

(4) A diferencia de los mercados organizados existen también los mercados “over the counter” u OTC, mercados libres en que las partes pactan libremente todas las condiciones del futuro u opción. Las ventajas de los mercados OTC son que se pueden hacer contratos “a medida” de las necesidades de las partes (en los mercados oficiales se halla normalizado el importe del principal, las fechas de vencimiento, los tipos de valores o índices sobre los que se pueda contratar, etc.), o lo que es lo mismo, su flexibilidad. En cambio los inconvenientes son la mayor iliquidez (para deshacer el contrato, o cederlo, habría que llegar a un acuerdo con la contraparte o encontrar otra persona que quisiera asumirlo tal y como se contrató) y también la mayor inseguridad, dado que no existe un sujeto que intermedie y establezca los mecanismos necesarios para asegurar el cumplimiento de cada una de las partes. Sobre las diferencias entre los mercados oficiales y los OTC vid. KETTERER, J.A., “El desarrollo de los productos...”, cita., pp. 42 y ss.; VALPUESTA GASTAMINZA, E., “Los derivados financieros...”, cita., pp. 1040 y ss.

Sobre la regulación de estos mercados y la necesidad de la misma vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Regulación, control de riesgos...”, cita., pp. 24 y ss. En este mismo trabajo se recogen unos anexos muy interesantes que ilustran sobre el volumen de contratación de derivados en los mercados españoles.

muchos aspectos introducen una regulación completamente excepcional respecto de la propia de los contratos típicos civiles y mercantiles <sup>(5)</sup>.

El presente trabajo no busca exponer cuáles son las características y el funcionamiento de estos mercados. Ya existen sobre esta materia diversos trabajos relevantes que convertirán tal exposición en repetitiva <sup>(6)</sup>. Lo que pretende este estudio es simplemente poner de relieve ciertos aspectos contractuales de la operativa de estos mercados, los relativos a las formas de intermediación en los mismos y a la articulación jurídica del sistema de garantías.

Resulta realmente llamativo que la regulación de los mercados de valores se realice a menudo forzando las categorías clásicas del Derecho de obligaciones, y creando figuras o formas de actuación nuevas no fácilmente encuadrables en los conceptos y categorías previamente acusados. Esto, por supuesto, no es en sí mismo criticable. Lo será si tal creación o “forzamiento” era innecesario, y bastaba para lograr esos mismos fines con acudir al concepto o categoría jurídica adecuados. No lo será, en cambio, si los útiles previamente existentes se mostraban inadecuados para esa nueva realidad que se debe regular. En todo caso, y a nuestro parecer, en estas cuestiones resulta estéril tanto la conducta del que intenta encajar a la fuerza las nuevas figuras en los moldes antiguos, como la del que pretende que todo es nuevo y rompe totalmente su anclaje respecto de

---

(5) Sobre la especialidad de estos Reglamentos y su consideración como norma estatutaria o reglamentaria vid. CAÑO PALOP, J.R., “Normativa reguladora de los mercados de productos financieros derivados”, en DÍAZ RUIZ, E.-LARRAGA, P. (Drs.), *Los mercados españoles...*, cita., pp. 152 y ss.

(6) Puede verse un conjunto de estudios jurídicos y económicos sobre estas operaciones en las obras colectivas DÍAZ RUIZ, E.-LARRAGA, P. (Drs.), *Los mercados españoles: opciones y futuros financieros*, Madrid, 1995 y DÍAZ RUIZ, E.-LARRAGA, P., *Productos financieros derivados y mercados organizados*, Madrid, 1997. Como trabajos monográficos en el campo jurídico vid. CACHÓN BLANCO, J.E., *Derecho del mercado de valores*, Madrid, 1992, vol. I, pp. 373 y ss.; DÍAZ RUIZ, E., *Contratos sobre tipos de interés a plazo (FRAs) y futuros financieros sobre intereses*, Madrid, 1993; DÍAZ RUIZ, E., “Opciones y futuros financieros: contratos”, en ALONSO UREBA, A.-MARTÍNEZ-SIMANCAS, J. (Drs.), *Derecho del Mercado Financiero*, T. II, vol. 2, Madrid, 1994, pp. 645-675; GALLEGO SÁNCHEZ, E., “Mercados y contratos...”, cita., pp. 1108-1184; GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., Voz “Futuros” en VVAA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. II, Madrid, 1995, pp. 3214-3216; IBÁÑEZ JIMÉNEZ, “Los contratos de futuros...”, cita., pp. 13 y ss.; IGLESIAS PRADA, J.L., “El contrato de futuros financieros. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico”, en DÍAZ RUIZ, E. — LARRAGA, P. (Drs.), *Los mercados españoles...*, cita., pp. 229-257; MADRID PARRA, A., *Contratos y mercados de futuros y opciones*, Madrid, 1994; MASSAGUER FUENTES, J., “La opción financiera...”, cita., pp. 259-291; SÁNCHEZ, M., “Conceptos elementales sobre opciones y futuros financieros”, en DÍAZ RUIZ, E.-LARRAGA, P. (Drs.), *Los mercados españoles...*, cita., pp. 37-45; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., Voz “Opción (financiera)”, en VVAA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. III, Madrid, 1995, pp. 4588-4595.

las categorías jurídicas anteriores, cuya regulación para nada se les aplica. La labor del intérprete debe ser la de estudiar la nueva institución en su globalidad y apreciar en qué medida las categorías usadas se corresponden con conceptos jurídicos ya previamente conocidos, con lo cual se les aplicarán las reglas propias de la regulación de esos conceptos; y en qué medida existe una novedad que exige no aplicar “prejuicios” sino interpretar la nueva categoría dentro de la realidad a la que sirve.

Por último, toda esta labor debe también no pecar de excesivamente teórica o dogmática; lo que debe importar no es hallar el nombre o la categoría a la que responde esa nueva regulación, sino obtener consecuencias reales de que se aplique esa categoría o concepto. En todo caso, sabido es que al operador en los mercados todo este tipo de indagaciones le suele parecer totalmente inútil, ya que “el mercado funciona sin problemas”. Pero cuando surge un problema real de tipo jurídico, entonces se dará cuenta de que esa labor previa de determinación del régimen jurídico aplicable era totalmente necesaria. Hay muchas discusiones que son teóricas... hasta que surge el problema que justamente trataban de resolver.

## II. LAS FORMAS DE INTERMEDIACIÓN EN LOS MERCADOS DE FUTUROS Y OPCIONES

Quizás lo más chocante, desde el punto de vista de un iusprivatista, en estos mercados es el sinnúmero de relaciones de intermediación que existen para que el mercado funcione correctamente. No es ya sólo que para contratar en estos mercados haya de hacerse siempre a través de un intermediario, como suele ser lógico en los mercados de valores, sino que a su vez los intermediarios contratan entre sí para hacer efectiva la contratación y que, por último, la celebración del contrato entre los clientes finales sea a través de otro sujeto que, económicamente, actúa como intermediario, pero jurídicamente como contraparte del cliente final. Es tal el cúmulo de relaciones de intermediación y tan distintas unas de otras que la primera sensación que se recibe al estudiar el sistema es de un total desconcierto. Vayamos por partes, y expongamos en primer lugar qué intermediarios existen y con qué funciones para apreciar, después, cómo se articulan las relaciones entre los contratantes finales.

En todo caso, y con carácter previo, hay que recordar que, hallándonos ante un mercado secundario oficial, son aplicables directamente las normas de la Ley de Mercado de Valores relativas a la actuación de los intermediarios en estos mercados (represión de la información privilegiada, anteposición del interés del cliente, etc. Vid. Título VII LMV, RD 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, y Circular 3/1993 de la CNMV).

## **1. Los Miembros del Mercado: relaciones de ellos entre sí y relaciones con la Sociedad Rectora**

Con carácter previo hay que especificar que, conforme al apartado 4 del art. 59 LMV, en la redacción dada por la Ley 37/1998, sólo podrán ser Miembros del mercado las entidades que cumplan los requisitos del art. 37 de la Ley. Los Miembros Liquidadores Custodios, además, deben tener el carácter de Entidad Gestora de Deuda Pública en el Mercado de deuda pública. Por otro lado, los Miembros pueden ser socios de la Sociedad Rectora (art. 16 RD 1814/1991) pero no es obligado, a diferencia de lo que ocurre en la Bolsa.

En los mercados de futuros y opciones existen tres tipos de intermediarios o Miembros. En primer lugar, y empezando por aquellos cuyas funciones son menos complejas, se hallan los Miembros Negociadores, que pueden negociar directamente en el Mercado, bien por cuenta propia o bien por cuenta ajena, transmitiendo las órdenes directamente a la Sociedad Rectora. En segundo lugar, los Miembros Liquidadores, además de poder cumplir las funciones de los Miembros Negociadores, se encargan de recibir las garantías que deben entregar todos los clientes y los Miembros Negociadores y de transmitirlos a los Miembros Custodios e, igualmente, de canalizar los pagos entre la Sociedad Rectora y los Miembros Negociadores a consecuencia de las garantías y de la liquidación de los contratos de futuros u opciones. Por último, los Miembros Liquidadores Custodios, además de desempeñar las funciones de los Miembros Negociadores <sup>(7)</sup> y Liquidadores son los que pueden guardar las cantidades depositadas como garantías a la espera del destino que vaya a dárseles. Así pues el Miembro Negociador sólo contrata con la sociedad; el Liquidador, además, canaliza los pagos; y el Custodio, además, se encarga de guardar las garantías.

Pues bien, cada uno de estos Miembros está ligado a la Sociedad Rectora por un contrato específico, cuyas condiciones generales se contienen en el Reglamento del Mercado. De estos contratos hay que señalar, en primer lugar, que se trata de contratos normativos, esto es, de contratos que regulan las posteriores relaciones de los Miembros con la Sociedad Rectora en cada contrato concreto de futuros u opciones que se realice. No obligan, de inmediato, a la realización de una serie de prestaciones, sino que establecen las reglas a seguir en las concretas relaciones jurídicas que se concierten en el futuro, de las cuales, éstas sí, surgirán específicas obligaciones a cargo de cada una de las partes.

---

(7) Si bien también cabe la existencia de un Miembro Liquidador Custodio No Negociador, que no podrá contratar futuros y opciones con la Sociedad Rectora.

Atendiendo en primer lugar al contrato entre un Miembro Negociador y MEFF, su contenido se recoge en los arts. 6.3 de cada uno de los Reglamentos del Mercado. Es un supuesto de contrato normativo puro, sin ningún contenido material concreto. Básicamente se establece que el Miembro acepta regirse por las normas reguladoras del mercado y que se compromete a cumplir las obligaciones de constitución de garantías, entrega de información, etc. en las operaciones que se realicen <sup>(8)</sup>. A diferencia de los contratos de los demás Miembros, no existe aquí un encargo específico de intermediar en pagos ni una obligación de actuar como depositario, y a nuestro entender no cabría hablar de contrato de comisión, ya que ningún servicio concreto se obliga a realizar el intermediario a favor de la Sociedad Rectora. Simplemente se establece un marco general de relaciones entre las partes para el supuesto de que se contraten futuros u opciones.

El contrato que une, en cambio, a MEFF con un Miembro Liquidador (vid. art. 6.1 de los Reglamentos de los Mercados) ya tiene una mayor especificidad. Además de contener las obligaciones ya señaladas que forman el contenido del contrato de MEFF con un Miembro Negociador, el Miembro se compromete a obtener de sus clientes las garantías correspondientes, siendo responsable solidario de la constitución y mantenimiento de las mismas, así como del pago a MEFF de las comisiones, primas o liquidaciones de las operaciones realizadas por él o sus clientes. Aquí ya se asume una obligación material específica, cual es la de obtener y, en todo caso, responder de las garantías y pagos a realizar a la Sociedad Rectora. Podríamos caracterizar esta relación como de comisión de

---

(8) En concreto, el contenido del contrato es el siguiente: se reconoce el derecho del Miembro a actuar como tal en el Mercado; el Miembro acepta la aplicación del Reglamento del Mercado y del resto de normativa reguladora del mismo, la cual declara conocer, así como cualquier modificación de la misma; el Miembro se compromete a comunicar a MEFF cualquier modificación sustancial de sus estatutos o de su situación financiera; MEFF podrá transmitir información relativa a un Miembro del Mercado a las autoridades u organismos de tutela del Miembro que se lo soliciten; el Miembro acepta los procedimientos disciplinarios y de ejecución de garantías que recoge el Reglamento del Mercado; el Miembro se compromete a celebrar un contrato con cada uno de sus clientes en el Modelo normalizado, y se compromete a lograr la aceptación por los clientes de las disposiciones del Reglamento del Mercado; el Miembro se compromete a constituir y mantener las garantías que establece la normativa; el Miembro da orden firme e irrevocable de cerrar todos los contratos si incumple algunas de sus obligaciones; el Miembro se compromete a comunicar a MEFF el incumplimiento por parte de sus clientes de alguna obligación; MEFF podrá comprobar el cumplimiento de las obligaciones por el Miembro; el Miembro se compromete a cumplir sus obligaciones financieras pendientes con MEFF y sus clientes aun cuando cese en su actividad; el Miembro se obliga a velar por el cumplimiento de las normas de conducta de los arts. 78 a 83 LMV; y, finalmente, cualquier conflicto entre las partes se someterá a arbitraje.

garantía. Existe comisión <sup>(9)</sup>, pues el Miembro asume el encargo o servicio de exigir a los contratantes finales la constitución de garantías y el pago de las cantidades que por diversos conceptos se adeuden a la Rectora, canalizando el pago de esas sumas; y es comisión de garantía (art. 272 Ccom) porque responde solidariamente de esa constitución de garantías y de esos pagos.

En cuanto al contrato que une a MEFF con los Miembros Liquidadores Custodios (vid. art. 6.2 de los Reglamentos de los Mercados), además de participar de lo dicho acerca de los contratos con los otros dos tipos de Miembros, aquí por el Custodio se asume también la obligación de aceptar a nombre de MEFF las garantías que se constituyan a su favor, de comunicar tal constitución y responder de su mantenimiento, y de liberar las garantías según las órdenes de MEFF. Se trata claramente de un contrato mixto de depósito y comisión, que incluye obligaciones tanto de depositario como de cumplimiento de órdenes de pago <sup>(10)</sup>. Sobre las características de estos depósitos volveremos más adelante, al tratar el tema de las garantías.

Queda, por último, exponer simplemente cuáles son las relaciones existentes entre los diversos Miembros. En efecto, un Miembro Negociador debe contratar a su vez con un Miembro Liquidador para que éste canalice los pagos a realizar por aquél; y, a su vez, un Miembro Liquidador deberá contratar con un Miembro Custodio para la guarda de las garantías y pagos que aquél deberá realizar. No se prevé en el reglamento, en cambio, la posibilidad de que un Miembro Negociador contrate directamente con otro Custodio.

El contrato entre el Miembro Negociador y el Liquidador (vid. art. 6.5 de los Reglamentos de los Mercados) es un mandato de pago o de cobro de dinero

---

<sup>(9)</sup> Parece bastante claro que se trata de una comisión mercantil, y no de un simple mandato civil, pues se cumplen los requisitos del art. 244 Ccom: tiene por objeto un acto u operación de comercio y es comerciante o agente mediador el comitente o el comisionista. No vamos a entrar ahora en la inacabable discusión acerca de qué sea un acto u operación de comercio, y si en este caso concreto el servicio que presta el Miembro lo constituye. En cualquier caso alcanza una escasa relevancia el que este contrato se calificara de mandato en vez de comisión, dado que los resultados prácticos serían seguramente los mismos.

<sup>(10)</sup> No parece que haga falta entrar ahora tampoco en la estéril discusión acerca de si el depósito es un contrato real, y si puede pactarse como consensual válidamente. En la actualidad la doctrina mayoritaria admite que cabe este pacto sobre constitución del depósito, bien considerándolo como precontrato de depósito que obliga a la futura entrega (vid. BADOSA COLL, F., "Comentario al art. 1.760 Cc", en PAZ-ARÉS, C.-DIEZ-PICAZO, L.-BERCOVITZ, R.-SALVADOR CODERCH, P. (Drs.), *Comentario del Código civil*, Madrid, 1991, vol. II, p. 1640), o bien admitiendo que por acuerdo de las partes el depósito pueda ser consensual (vid. VALPUESTA FERNÁNDEZ, M.R., Voz "Depósito", en VVAA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. II, Civitas, Madrid, 1995, p. 2134).

(el Liquidador se compromete a realizar los pagos y cobros que generen las operaciones del Negociador, y responde frente a MEF de la constitución y mantenimiento de las garantías) <sup>(11)</sup>. En cuanto al Contrato entre los Miembros Liquidador y Custodio la verdad es que no tiene una sustantividad propia, dado que en realidad trata más de lo que MEF puede hacer con las garantías que de la relación jurídica entre los citados Miembros. En términos abstractos, lo que cabe señalar es que el Miembro Custodio no realiza un contrato de depósito con el Liquidador, pues tal depósito es una obligación asumida frente a MEF, y es un contrato entre éste como deponente y el Miembro Custodio como depositario. Aunque la cuestión resultaría discutible, pensamos que no existe una relación jurídica *stricto sensu* entre esos dos miembros, al menos tal y como se regula el contrato en los Reglamentos, sino que más bien la relación entre ellos es consecuencia del contrato del Custodio con MEF. En ese contrato mixto comisión-depósito, el Miembro Liquidador es el “tercero” de la comisión, el sujeto de quien se recibirán o al que se entregarán pagos por encargo de MEF. El contrato entre los dos miembros más que recoger un contenido material de derechos y obligaciones simplemente instrumenta la entrega de bienes asumida por el Custodio frente a MEF <sup>(12)</sup>. Por eso mismo el Miembro Custodio no responde de la guarda de las garantías frente al Liquidador, sino frente a MEF. No existiría una posibilidad de que el Liquidador reclamara directamente la devolución de esas garantías, cuando proceda, al Custodio, sino que aquella reclamación sería planteable frente a MEF.

---

(11) Resulta reprochable, en términos estrictamente jurídicos, que en el contrato entre los Miembros Negociador y Liquidador se establezca que este último responde frente a MEF de la constitución y mantenimiento de las garantías. Esa responsabilidad es una obligación lógica en la relación MEF-Miembro, pero no tiene sentido en el contrato entre Miembros, respecto del cual MEF es un tercero. En realidad en este contrato la obligación asumida es la de recibir las garantías y entregarlas al Custodio. La responsabilidad frente a MEF respecto de esas garantías ya se ha estipulado en su sitio correcto: el contrato entre el Miembro Liquidador y MEF.

(12) En efecto, resulta curioso que el contenido del contrato entre ambos Miembros no contemple, en realidad, obligaciones entre ellos, sino de alguno de ellos frente a MEF: que los depósitos constituidos en el Custodio responderán sólo de las obligaciones asumidas por el Liquidador en el Mercado no tiene que ver con la relación subjetiva entre éstos; tampoco que el Custodio responda de las garantías, puesto que responde ante MEF; y desde luego que el Miembro Liquidador conozca la potestad de MEF de trasladar el depósito, y que éste pueda reducirse o liberarse por instrucciones de MEF, tampoco es propio de la relación intersubjetiva de los Miembros. Este contrato, tal y como lo establecen los Reglamentos, en realidad no supone una relación jurídica entre los Miembros, sino una relación puramente material de entrega de fondos. Quien responde del destino de los fondos, de su mantenimiento, etc. es MEF frente al Miembro Liquidador, no el Miembro Custodio.

## 2. Relación del cliente con el Miembro del Mercado

Pasemos ahora a la relación existente entre el Cliente particular y los intermediarios. Para ello nos bastará con exponer el contrato a celebrar entre este Cliente y un Miembro Negociador, dado que ese mismo contrato es el que celebraría el Cliente tanto si acudiera a un Miembro Liquidador como a un Liquidador Custodio (Miembros, ambos, que aparte de sus funciones específicas de canalizar pagos y guardar las garantías también negocian por cuenta ajena en el mercado). Por otro lado, si el que realiza el contrato es el propio Miembro Negociador o cualquiera de los demás Miembros (todos ellos, no lo olvidemos, también pueden actuar por cuenta propia) ya no se plantea esta nueva relación.

El contrato por el que el cliente contrata con un Miembro Negociador para la realización de un futuro o una opción es de comisión, con el contenido establecido en los arts. 8 de los Reglamentos de los mercados. El Miembro se compromete a contratar por cuenta del cliente con la Sociedad Rectora y a canalizar los pagos y cobros que se realicen, y el cliente se obliga a realizar los pagos precisos en virtud de esa contratación, tanto las comisiones de los intervinientes como los pagos derivados del propio producto financiero que se contrata. Por otro lado, es un contrato normativo, ya que establece la regulación de las diversas actuaciones concretas de contratación de futuros y opciones que se vayan a realizar en el futuro, no constituyendo por ahora en sí un contrato de futuro ni de opción.

Esa comisión es, en primer lugar, una comisión de garantía. Lo ordena el art. 41 LMV, conforme al cual “En las operaciones que realicen por cuenta ajena, los miembros de los mercados secundarios oficiales de valores responderán ante sus comitentes de la entrega de los valores y del pago de su precio”. Por lo tanto el Miembro responde ante su cliente solidariamente de los pagos que deban realizarse a éste en virtud de los contratos realizados.

El aspecto más específico de esta especial comisión es el relativo a la eficacia representativa de la misma. En este punto los contratos entre el cliente y el Miembro resultan, al menos aparentemente, contradictorios en algunas de sus cláusulas. Así, en primer lugar parece que el Miembro actúa frente a la Sociedad Rectora en nombre propio, pues así lo establece el art. 5.1 de los Reglamentos (“El Cliente nombra como comisionista al Miembro, quien acepta intervenir en nombre propio y por cuenta del Cliente en el Mercado”). Es, por otra parte, la regla de actuación de los intermediarios en los Mercados secundarios de valores. En virtud de ello, y de acuerdo con lo establecido en el art. 246 Ccom, correlativo al art. 1717 Cc, no existe relación entre el comitente (cliente) y el tercero (la Sociedad Rectora). Esto se trasluce, p.ej., en el hecho de que la

Sociedad Rectora no pueda exigir directamente de los clientes la constitución de las garantías, sino que tal exigencia se plantea ante el Miembro [art. 12.1.b) RD 1814/1991, las Sociedades Rectoras deberán vigilar especialmente: “Que los miembros del mercado cumplan estrictamente la obligación de constituir ellos o, en su caso, exigir a sus clientes, conforme a las disposiciones aplicables, las garantías mínimas, el complemento de garantías y cualesquiera otros requisitos que resulten aplicables”] <sup>(13)</sup>.

Esta actuación representativa indirecta, sin embargo, luego se contradice por otras normas que apuntan en el sentido contrario. En primer lugar, cuando el Miembro contrata por cuenta ajena debe comunicar a la Sociedad Rectora el NIF del cliente, disposición que busca, fundamentalmente, controlar que un sólo cliente no sobrepase los límites de riesgo que ordenan los arts. 22.4 de los Reglamentos <sup>(14)</sup>. Por lo tanto, parece que aunque el intermediario contrata en nombre propio también indica que lo hace por cuenta ajena, identificando además a su comitente. Quizás ello no plantearía mayor problema, si no fuera porque en otras normas se establece una vinculación directa entre el cliente y la Sociedad Rectora. Así, el art. 5.3 de los Reglamentos, de acuerdo con el apartado 2 *in fine* del art. 59 LMV, en la redacción dada por la Ley 37/1998, recoge que MEFF actúa como contrapartida de las transacciones realizadas por el cliente, y el art 5.6 de los Reglamentos establece que, en virtud del contrato entre el cliente y el Miembro, aquél da a MEFF orden firme e irrevocable de cerrar, por cuenta del cliente, todos los contratos registrados en su cuenta si el cliente incumpliera alguna de sus obligaciones. No existe, en definitiva, una total “incomunicación” entre el comitente y el tercero, dado que se establecen relaciones obligacionales directas entre ellos.

Todas estas consideraciones demuestran que no estamos exactamente ni ante una representación directa ni ante una indirecta, en términos estrictos, sino ante un híbrido de ambas. Si hablamos de “comisión bursátil” para designar un

---

(13) Ciertamente, esta nos parece la interpretación acertada del citado precepto, la de que MEFF no puede exigir directamente la constitución de las garantías a los clientes. No es menos cierto que el art. 20.1 de los Reglamentos parece querer decir lo contrario (“MEFF podrá exigir tres clases de Garantías a los Miembros y Clientes del Mercado”), pero entendemos que en realidad el precepto sólo dice que el cliente debe constituir la garantía; no establece, en cambio, quién puede exigirle esa obligación. Téngase en cuenta, por otro lado, que el precepto del RD es de rango normativo superior al del “Reglamento” (si consideramos éste norma reglamentaria) o norma imperativa (si consideramos el “Reglamento” norma estatutaria).

(14) Conforme al mismo, “A fin de limitar la concentración de riesgos en el Mercado, ningún Miembro o Cliente podrá tener una posición tal que las Garantías por todos los conceptos que le sean exigibles por MEFF superen el 25% del total de Garantías exigidas por MEFF a todos los Miembros y Clientes del Mercado”.

tipo especial de comisión con ciertas características propias, habrá que hablar también de “comisión de futuros y opciones” para referirnos a un caso de comisión mucho más especial, incluso excepcional, que aquél. Lo importante, como resulta evidente, no es que teóricamente nos hallemos ante un caso especial, sino que en estrictos términos jurídicos no queda claro si el contrato de futuro y opción se celebra exactamente entre el cliente y la Sociedad Rectora o entre ésta y el Miembro, y por tanto cómo opera la exigibilidad de las respectivas obligaciones. Parece que debe concluirse que en vez de aplicarse las reglas básicas de actuación nombre ajeno o nombre propio, cada una de las obligaciones sea exigible entre los sujetos que se establece en los Reglamentos. De esta forma la actuación del Miembro como representante en nombre propio pero manifestando, además, que actúa por cuenta ajena, produce que ciertas obligaciones sean directas entre el cliente y la Sociedad Rectora y otras entre ésta y el Miembro. Esta especial relación no parece que pugne con el régimen normativo de la comisión mercantil, al no contrariar normas imperativas ni ir contra la moral o el orden público, y se puede establecer válidamente al amparo del principio de libertad de pactos del art. 1255 Cc.

Otra cosa es que, siendo un régimen que no parece ilícito en sí mismo, sea una regulación acertada. No creemos que fuera necesario crear esta relación representativa híbrida, que no hace más que introducir una cierta inseguridad sin lograr a cambio algo que no pudiera obtenerse aplicando las reglas clásicas de la actuación *nomine proprio-nomine alieno*. Se nos dirá quizás que estas apreciaciones son teóricas, pero alcanzan unas consecuencias prácticas innegables si pensamos en la situación en el caso de quiebra de una de las partes. Aceptando que es casi imposible el supuesto de quiebra de la Sociedad Rectora, ¿*quid iuris* si quiebra el cliente? ¿Quién puede insinuarse en su quiebra por los pagos que debiera realizar, en su caso, por las operaciones que mantenía abiertas? ¿Podría hacerlo directamente la Sociedad Rectora? ¿O acaso debe ésta ir contra el Miembro y luego, éste, repetir contra la empresa quebrada en virtud de la relación de comisión? Otras tantas preguntas cabría hacer en caso de quiebra del Miembro: ¿podría directamente reclamar los pagos pendientes la Sociedad Rectora al cliente? Son preguntas que no resuelve la normativa reglamentaria ni contractual.

A nuestro parecer, y no es más que una opinión que busca solucionar posibles problemas, debe partirse de que la relación es de representación indirecta. El comisionista actúa en nombre propio, y por eso las obligaciones que dimanen de los contratos de futuros y opciones son del Miembro frente a la Sociedad Rectora. Sólo cuando la normativa aplicable establece alguna obligación exigible directamente entre el cliente y la Rectora existirá tal relación directa (p.ej., la orden irrevocable de realizar las garantías). Pero fuera de los supuestos expresamente previstos, y especialmente en el caso de quiebra antes aludido, resulta aplicable exclusivamente la idea de que el Miembro es comisio-

nista en nombre propio sin existir relación directa entre cliente y Sociedad Rectora. Así, p.ej., los diversos cobros que deban realizarse en virtud de los futuros y opciones concertados son exigibles por el Cliente al Miembro intermediario, nunca a la Sociedad Rectora directamente <sup>(15)</sup>.

Queda realizar una última precisión, que no por ser evidente deja de ser importante. Este contrato de comisión entre el cliente y el Miembro es totalmente independiente de la comisión existente entre el Miembro y MEFF. Aquél tiene por objeto la contratación de futuros u opciones en los mercados; ésta, la canalización de pagos entre MEFF y los Miembros en virtud de los contratos celebrados por éstos, tanto por cuenta propia como ajena.

### 3. La interposición de la Sociedad Rectora

Queda, por último, tratar el tema de la interposición de la Sociedad Rectora. Evidentemente, desde un punto de vista económico las dos partes del contrato de futuros y opciones son los clientes, que resultan los finalmente obligados a cumplir las obligaciones de liquidación o entrega dimanantes de los mismos. Ellos son los que han contratado introduciendo sus órdenes de venta o compra en el sistema informático del mercado a través de los intermediarios. Sin embargo, lo específico de estos mercados es que la Sociedad Rectora se interpone en este contrato, de tal manera que es vendedora frente al comprador o adquirente del futuro u opción, y compradora frente al vendedor. No existe, jurídicamente hablando, relación entre comprador y vendedor material o, lo que es lo mismo, no podría exigirse en virtud del contrato el cumplimiento de las obligaciones. El futuro u opción se desdobra en una doble relación, de cada una de las partes (o de sus Miembros, en cuanto que éstos actúan como intermediarios en nombre propio) con la Sociedad Rectora. De esta manera se busca una mayor eficacia en la ejecución del contrato, ya que la exigibilidad

---

(15) Esta discusión sobre la eficacia representativa de la actuación del Miembro ha sido tratada por la doctrina con diversidad de opiniones. Para MADRID PARRA se trata de una representación indirecta, que implica una relación de carácter fiduciario, *Contratos y mercados...*, cita., p. 61, e igualmente defiende la representación indirecta MASSAGUER, J., “La opción financiera...”, cita., p. 277, si bien reconociendo su carácter híbrido. Para DÍAZ RUIZ estamos ante una comisión directa, *Contratos sobre tipos de interés...*, cita., pp. 269 y ss. Para IGLESIAS PRADA, J.L., “El contrato de futuros...”, cita., p. 247, seguido por GALLEGO SÁNCHEZ, E., “Mercados y contratos...”, cita., p. 1129, se trata de una figura híbrida que se construye básicamente sobre la comisión con representación indirecta, cuyas reglas serían aplicables subsidiariamente. Como se aprecia, la postura defendida en el texto se sitúa en la línea de esta última señalada.

del mismo no es ni entre las partes ni siquiera entre los intermediarios, sino de cada una de éstas frente a la Sociedad Rectora <sup>(16)</sup>. Por eso se dice de estos mercados que son “ciegos”, ya que las partes no conocen a la contraparte material.

Esta interposición viene recogida en el art. 7.2 del RD 1814/1991, conforme al cual a la Sociedad Rectora corresponde “actuar como compradora ante el miembro vendedor y como vendedora ante el miembro comprador por las operaciones realizadas por éstos en nombre propio o de sus clientes”. Posteriormente, a lo largo del articulado del RD y de los Reglamentos siempre las obligaciones son de los clientes o Miembros frente a la Sociedad Rectora, no respecto de la contraparte. Jurídicamente este desdoblamiento del contrato y esta especial institución de la interposición de la Sociedad Rectora resulta del mandato reglamentario, ya que no existe un instituto jurídico adecuado que pudiera explicarlo de acuerdo con las figuras de la dogmática. Por eso cierta doctrina habla de una ficción creada por la Ley <sup>(17)</sup>.

De esta forma la Sociedad Rectora actúa realmente, en un plano económico, como intermediario entre las partes, dado que a través de esa interposición es como ambas partes ejecutan sus prestaciones y como, además, se asegura esa ejecución. Por eso tratamos este instituto bajo este epígrafe de la intermediación. Como se aprecia fácilmente el mecanismo es bien distinto del propio del mercado bursátil, en el que la Sociedad Rectora no asume la posición de parte

---

(16) Por otro lado, esta especial forma de interposición facilita igualmente la resolución de los contratos. Evidentemente, que las posiciones tomadas en estos mercados puedan liquidarse rápidamente resulta esencial para incentivar la contratación en los mismos. Pues bien, cuando un contratante quiere liquidar su contrato lo que hace no es cederlo a otra persona, como en cambio es lo normal en otros mercados, sino suscribir nuevos convenios de futuros u opciones de igual contenido que el primitivo con la misma Sociedad Rectora, pero ocupando la posición contractual opuesta a la que se tenía en el pacto inicial. De esta forma se compensan o neutralizan los efectos económicos del primer contrato. Vid. CAÑO PALOP, J.R., “Normativa reguladora...”, cita., pp. 190 y ss.; DÍAZ RUIZ, E., *Contratos sobre tipos de interés...*, cita., pp. 246 y ss.; GALLEGO SÁNCHEZ, E., “Mercados y contratos...”, cita., pp. 1123-1124; IGLESIAS PRADA, J.L., “El contrato de futuros...”, cita., pp. 256 y ss.; MADRID PARRA, A., “Contratos y mercados...”, cita., pp. 73 y ss.

(17) Vid. MADRID PARRA, A., *Contratos y mercados...*, cita., p. 63, “La ficción consiste, pues, en sustituir la relación jurídica surgida del contrato negociado por otros dos contratos de contenido económico equivalente para cada una de las partes, pero con la ventaja añadida de que la nueva contraparte en la relación contractual no es ya un miembro o cliente anónimo del mercado, sino la Sociedad Rectora de éste que garantiza el buen fin del contrato”.

del contrato, y garantiza la ejecución de una forma bien distinta, a través de la llamada “compraventa de reemplazo” (18).

#### **4. Procedimiento de contratación y contrato de futuro u opción.**

Un aspecto de todo este complejo mecanismo de contratación que no siempre se ha puesto suficientemente de relieve es la separación de lo que es el verdadero contrato de futuro o de opción respecto de todas las demás relaciones jurídicas que deben darse para que se celebre y ejecute el contrato. El contenido obligacional de los contratos de futuro u opción no tiene que ver con las relaciones jurídicas que se celebran con y entre clientes, intermediarios y Sociedad Rectora para la efectividad de los mismos. El intermediario celebra en nombre propio y por cuenta del cliente o propia un contrato de futuro u opción con la Sociedad Rectora. Esa relación es independiente de las comisiones o depósitos que se conciertan con los Miembros, relaciones que vienen exigidas en el Reglamento y en los contratos, pero que al fin y al cabo no son más que un instrumento para la efectividad de los futuros u opciones. A veces parece confundirse lo que es en sí el futuro u opción con todo el entramado de relaciones jurídicas instrumentales que establece la normativa para llevar a cabo la contratación. Pero de igual forma que la compraventa bursátil es un contrato independiente del de comisión bursátil, aunque esté necesitado de él, los futuros u opciones no deben confundirse con los contratos de comisión o de depósito celebrados con los Miembros y la Sociedad Rectora (19).

---

(18) También se ha optado por un modelo distinto al seguido en el art. 120.1 de la Ley de Ordenación del Transporte Terrestre, en el que a la Agencia de Transportes, que intermedia entre cargador y porteador, se le considera como comisionista de ambos en nombre propio, respondiendo por ello como cargador frente al porteador y como porteador frente al cargador. Como se aprecia, se busca lograr más o menos lo mismo, que los contratantes reales no se relacionen entre sí. En todo caso, como ya hemos tenido ocasión de resaltar en otro momento, la regulación del art. 120.1 LOTT es técnicamente incorrecta, pues no cabe ser a la vez comisionista en nombre propio de cargador y de porteador, vid. VALPUESTA GASTAMINZA, E.M., “Naturaleza jurídica de la comisión de transporte tras la Ley de ordenación de los transportes terrestres”, Cuadernos de Derecho y comercio, septiembre de 1991, pp. 79-109.

(19) Sin embargo nos parece que esta confusión late en cierta doctrina que establece que a la bilateralidad propia del contrato se superpone una multilateralidad funcional que, cuando menos desde un punto de vista económico, permite calificar los contratos de futuros y opciones como contratos multilaterales.

### III. EL RÉGIMEN DE LAS LLAMADAS “GARANTÍAS”

Uno de los institutos que resultan esenciales para el correcto funcionamiento de estos mercados es el de las garantías. Como antes hemos señalado, estamos en mercados organizados que aseguran el cumplimiento de las obligaciones en ellos contratadas. Ese aseguramiento se logra mediante la interposición de la Sociedad Rectora y a través de la exigencia de constitución de garantías<sup>(20)</sup>. Centrémonos en las garantías que deben establecerse por cada contrato de futuro u opción que se celebre, dejando a un lado las garantías que debe constituir un Miembro por el mero hecho de serlo para asegurar el cumplimiento de todas sus obligaciones<sup>(21)</sup>.

Por cada contrato que se celebre debe constituirse una garantía inicial (art. 21.1 de los Reglamentos), pero quizás lo más específico de estos mercados es que, además, cada día se calcula cuál es el riesgo asumido en cada contrato en función de las previsiones actuales, y se obliga al cliente a liquidar esa diferencia y, también, a incrementar la garantía inicial, si ese riesgo es en su contra, o se le devolverá parte de la constituida si la liquidación es a su favor. Es como si diariamente se realizara una liquidación provisional del contrato, calculando el resultado del mismo, y en función del resultado se exigen mayores depósitos o se devuelve la parte correspondiente de ellos. El cálculo se hace teniendo en cuenta la totalidad de los contratos que en cada momento tenga celebrados el mismo cliente, no cada futuro u opción de forma aislada. De esta manera, si al momento del vencimiento de un contrato el resultado fuera en contra de la parte A, ésta ya habrá venido satisfaciendo depósitos a cuenta de esa liquidación con anterioridad, mientras que la parte B habrá ido recibiendo cantidades a cuenta de ese pago final de A. Como la Sociedad Rectora se interpone en la forma que vimos anteriormente, en realidad es MEFF la que calcula esa actualización diaria y la exige a los clientes, realizando los correspondientes pagos y cobros.

---

(20) Sobre esta necesidad del instituto de las garantías en estos mercados vid. DÍAZ RUIZ, E., “El régimen de garantías en MEFF”, en DÍAZ RUIZ, E.-LARRAGA, P., *Productos financieros derivados...*, cita., pp. 101 y ss.; MÍNGUEZ PRIETO, R., “El régimen jurídico de las garantías en los mercados de derivados”, en DÍAZ RUIZ, E.-LARRAGA, P. (Drs.), *Los mercados españoles...*, cita., pp. 293 y ss.

(21) Art. 20.1.1 de los Reglamentos: “Garantía inicial, consistente en una Garantía permanente exigible a los Miembros del Mercado, a criterio de MEFF, que tendrá un importe máximo de 200 millones de pesetas y en ningún caso se utilizará para discriminar entre sí a Miembros de la misma clase.”

Como fácilmente se observa, esta actualización diaria de las garantías constituye, en realidad, una especie de ejecución anticipada del contrato <sup>(22)</sup>. Cada día se cuantifica el valor del riesgo asumido por cada cliente y se le obliga, si la liquidación es en contra suya, a abonar parte de esa cuantía. A la hora del vencimiento sólo faltará un pago parcial de la cantidad final, al existir ya entregas realizadas a cuenta de esa liquidación definitiva.

Esto mismo nos indica que la calificación de estas entregas como “garantías” no se corresponde con la denominación jurídica correcta. Desde luego, no puede decirse que se trate de una garantía personal. En cuando a garantía real, la primera idea es acudir a la figura de la prenda, pero ninguna de las normas aplicables, ni el RD 1814/1991 ni los Reglamentos hablan en ningún momento de prenda. Por otro lado, el régimen especial de estas “garantías” mal se aviene con la prenda clásica. Piénsese que en ellas cada día se actualiza la cuantía, obligando a ingresar o devolviendo parte de los bienes entregados. Además, la materialización puede ser tanto en activos cuanto en dinero, con lo cual podría tratarse tanto de prenda de bienes como de derechos. Esto último la aproxima más a las “prendas irregulares”, de bienes que se hacen de propiedad del acreedor, que a cambio está obligado a la restitución, si bien seguiría existiendo el escollo de que en ninguna norma se la califica como tal <sup>(23)</sup>. También cabría pensar que, como en realidad más que tratarse de un bien o derecho que se entrega al acreedor como garantía del cumplimiento estamos ante una especie de cumplimiento parcial previo, la calificación más correcta podría ser la de unas arras confirmatorias, que se entregan a cuenta del pago final. Ello explicaría un poco más correctamente la actualización diaria, ya que al ser un anticipo o porcentaje del pago final, ese anticipo se actualiza conforme el previsible precio final va variando cada día. Sin embargo la doctrina ya ha puesto de

---

(22) Vid. en este mismo sentido MADRID PARRA, A., *Contratos y mercados...*, cita., p. 78, si bien referido no sólo a la liquidación diaria sino también a la posibilidad de cerrar las posiciones anticipadamente.

(23) Sobre los dos supuestos más comunes de prenda irregular vid. últimamente los trabajos de MUÑOZ CERVERA, M., “Prenda sobre valores públicos representados mediante anotaciones en cuenta”, en NIETO CAROL, U.-MUÑOZ CERVERA, M. (Coords.), *Tratado de garantías en la contratación mercantil*, T. II, vol. 1, Madrid, 1996, pp. 723-795 y TAPIA HERMIDA, A.J., “Pignoración de saldos de depósitos bancarios”, en NIETO CAROL, U.-MUÑOZ CERVERA, M. (Coords.), *Tratado de garantías...*, cita., pp. 851-917. Hay que resaltar que el Tribunal Supremo parece últimamente admitir la posibilidad de pignoración de depósitos de dinero a plazo fijo, si bien resaltando que lo que en realidad se da en prenda no es el dinero sino el derecho a la restitución, y estableciendo incluso que si esa prenda consta en escritura pública goza de preferencia frente a todos los acreedores en caso de quiebra del deudor, vid. SSTs de 19 de abril de 1997 (R. Aranzadi 3429/1997) y 7 de octubre del mismo año (R. Aranzadi 7101/1997).

manifiesto que este tipo de entregas no es calificable técnicamente como arras <sup>(24)</sup>.

En cualquier caso, no estamos demasiado seguros de que tenga utilidad el determinar si estamos ante una prenda, ante unas arras o ante otra figura atípica. En realidad las garantías que se entregan en estos mercados tienen un régimen propio y específico, regulándose incluso con rango de ley su posición en caso de quiebra del deudor. Por todo ello es mejor pensar que nos hallamos ante una figura de garantía especial, o quizás más bien, por no utilizar la palabra “garantía” en sentido técnico, ante unas entregas que cumplen una función de anticipo y de garantía con un régimen propio. De todas maneras, de poco serviría considerar aplicable el régimen de las arras, muy escueto, o el de la prenda irregular, que no se halla regulado legalmente <sup>(25)</sup>.

Los bienes que se entregan como garantía los guarda el Miembro Liquidador Custodio, a quien ya hemos hecho referencia anteriormente. Detengámonos un poco en estos depósitos de los bienes, porque tienen unas características muy específicas. En primer lugar, existe una cierta contradicción en la normativa a la hora de referirse a la titularidad de los mismos. El art. 19.1.a) del RD 1814/1991 establece que las cuentas a la vista, depósitos en metálico o depósitos de activos de bajo riesgo y elevada liquidez en que pueden materializarse las garantías serán de titularidad de los miembros y clientes que constituyan la garantía. Sin embargo, el art. 20.2 de los Reglamentos establece que las garantías estarán

---

(24) V. DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*. VOL. II: *Las relaciones obligatorias*, Madrid, 1996, p. 404. Para este autor “Alguna dificultad presenta distinguir las arras frente a las entregas, especialmente de sumas de dinero, llevadas a cabo como garantía bajo forma pignoratícia. En un determinado número de supuestos, que usualmente son denominados como «fianzas», una de las partes entrega a la otra una suma de dinero o constituye un depósito de efectos o de valores para responder del cumplimiento de las obligaciones dimanadas de un contrato, de manera que en caso de incumplimiento las sumas o los efectos podrán ser aplicados al pago. La distinción de tales formas de prenda irregular (prenda de valores y prenda de dinero) frente a las arras radica en el diferente desenvolvimiento que en uno y otro caso posee la relación entre las partes. Las formas pignoratícias aludidas presuponen un depósito de los bienes entregados en prenda y un posterior destino de su valor al pago. En cambio, en las arras hay una *datio traslativa*, que cumple, como enseguida veremos, unas funciones claramente distintas”.

(25) Para DÍAZ RUIZ, E., *Contratos de futuros financieros...*, cita., pp. 260 y ss., el sistema de garantías diarias no constituye ni una garantía real tipificada ni otro tipo de garantía tampoco típica. Tampoco se trata de un negocio fiduciario, porque en ningún caso la titularidad dominical plena de la Deuda Pública es de la Sociedad Rectora. La figura hubiera sido más fácilmente encajable dentro del derecho de retención, configurado como un derecho real, o incluso como una prenda de dinero. Concluye este autor que nos hallamos ante una garantía atípica, mixta de depósito y comisión, que podría también caracterizarse como un depósito abierto con instrucciones para su inversión.

“bajo el control y, en su caso, la titularidad de MEFF, que podrá exigir su traslado en todo momento”. A nuestro entender esta aparente contradicción dimana del hecho de que si bien los activos aportados en garantía siguen siendo de sus titulares (bien porque se conserva su propiedad o bien porque, en el caso de dinero, se adquiere el derecho a la restitución del *tantundem*), sin embargo de ellos puede disponer la Sociedad Rectora en el caso de incumplimiento por aquéllos de sus obligaciones. Por otro lado, como ya se ha señalado, el depósito de tales activos está contratado por la Sociedad Rectora con el Miembro Custodio, por lo que resulta más lógica la titularidad formal de tal Sociedad Rectora y no de unos terceros respecto del Custodio. Si bien los bienes se reciben “de manos” de los clientes, el depósito está contratado con MEFF y el Custodio responde de él ante esta sociedad, no frente al cliente que entrega. Por último, como esos bienes se hallan a disposición de la Rectora para que los realice en caso de incumplimiento del cliente, lógico es que el depósito sea por cuenta de la Rectora. En fin, podríamos concluir que la titularidad material de los bienes es de los clientes que los entregan en garantía; pero los custodia el Miembro Liquidador Custodio por encargo de la Sociedad Rectora y a disposición de ésta para que opere con ellos libremente en caso de incumplimiento.

En segundo lugar, una especial problemática planteará el supuesto de entrega de dinero en metálico, ya referido antes como “prenda irregular”, dado que en realidad, en tales casos el Custodio se convierte en propietario del dinero y adquiere una obligación de restitución del mismo importe <sup>(26)</sup>. Aquí las dificultades que acabamos de señalar se acrecientan, dado que al tratarse de los bienes fungibles por excelencia se confunden con el resto del metálico propio o guardado por cuenta de otros contratos y el cliente pierde la propiedad adquiriendo a cambio un derecho de crédito. Como ya se ha señalado, pueden ser Miembros de estos mercados las entidades de crédito y las sociedades mediadoras del mercado del dinero. En el primer caso, siendo el Miembro Custodio una entidad de crédito, parece muy claro que nos hallamos ante un depósito bancario de dinero cuya naturaleza jurídica como depósito, préstamo o mandato es conocidamente discutida en nuestro derecho. Si bien ese dinero se contabiliza separa-

---

(26) Problema ya puesto de manifiesto por DÍAZ RUIZ, E., *Contratos de futuros financieros...*, cita., pp. 254-255; GALLEGO SÁNCHEZ, E., “Mercados y contratos...”, cita., pp. 1138-1139; MADRID PARRA, A., *Contratos y mercados...*, cita., p. 68. Al tratarse de dinero, un bien sobre el que no cabe la reivindicación por su radical fungibilidad (salvo, claro está, que se entregara en un continente cerrado, lo cual lógicamente no acontece), el deponente pierde la propiedad y adquiere a cambio un derecho de crédito a la restitución. Sobre la naturaleza de los depósitos de dinero pueden verse las opiniones contrapuestas de GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., “Depósitos bancarios y protección del depositante”, en el vol. *Contratos bancarios*, Consejo General del Notariado, Madrid, 1996, pp. 145 y ss. y VALPUESTA GASTAMINZA, E.M., “Depósitos de dinero”, a publicar en la obra colectiva *Instituciones del Mercado Financiero*.

damente como propio del cliente, se confunde con los demás fondos propios o gestionados por la entidad.

Otra característica de estos depósitos es el de ser administrados, al menos en el caso de estar materializados en cuentas a la vista, depósitos en metálico u otros activos de bajo riesgo y elevada liquidez <sup>(27)</sup>. Así se demuestra por lo que establece el art. 19.3 RD 1814/1991, que ordena que en tales casos la gestión de los fondos se desarrollará en nombre y por cuenta de los clientes <sup>(28)</sup>. Por otro lado, lo más común es que, en caso de entregas de dinero, éste se invierta en “repos” de Deuda Pública con pacto de recompra diaria. Debe así realizarse una gestión, aunque sea mínima, de los fondos, y por ejemplo si se trata de depósitos en metálico o de “repos” de deuda habrá que cobrar los intereses o resultados que generen. Por lo tanto se aplicarían las reglas de los depósitos administrados, y al Custodio le sería exigible por MEFF la diligencia propia de estos supuestos.

Por último, hay que destacar que el régimen de devolución de los depósitos (plazo, titular del derecho de restitución, etc.) viene modalizado por la función que cumplen. Así, el momento de la devolución dependerá de que se utilicen en el momento de la liquidación del contrato, se usen anticipadamente en caso de incumplimiento por el cliente de alguna de sus obligaciones o se devuelven parcialmente por ser el deponente acreedor en la liquidación diaria de garantías. También varía en cada caso el sujeto frente al que haya que realizar la restitución, que podrá ser el cliente (p.ej., en caso de resultar acreedor en la actualización diaria) o la Sociedad Rectora (si las aplica para el caso de incumplimiento). Se trata de depósitos íntimamente ligados a la función de anticipo del precio y de garantía que cumplen, y que sólo cumplen un fin instrumental respecto de la misma. Por eso sólo en cierta medida sería aplicable el régimen del contrato de depósito ordinario; únicamente cuando con tal aplicación no se contradiga esa especial función de lo entregado.

---

(27) De hecho, en la mayoría de los casos las garantías se materializan en “repos” de Deuda Pública que se compran con pacto de reventa al día siguiente, vid. DÍAZ RUIZ, “El régimen de garantías...”, cita., p. 108 y KETTERER, J.A., “El régimen de garantías de MEFF: aspectos económicos de la Cámara de Compensación”, en DÍAZ RUIZ, E.-LARRAGA, P. (Drs.), *Los mercados españoles...*, cita, p. 55.

(28) Art. 19.3 RD 1814/1991: “Cuando, de acuerdo con lo previsto en el Reglamento del Mercado, sea la Sociedad Rectora la encargada de la gestión patrimonial de las garantías aportadas por miembros y clientes materializadas con arreglo a lo previsto en la letra a) del número 1 anterior (se refiere a depósitos en cuentas a la vista, metálico u otros activos de bajo riesgo y elevada liquidez), dicha gestión se desarrollará en nombre y por cuenta de los mismos con plena disponibilidad de las garantías por la Sociedad Rectora que deberá aplicarlas a los fines para los que fueron constituidas en los términos establecidos por el Reglamento”.

Estas “garantías” sirven, básicamente, como parte del pago final que se deba realizar en virtud de la liquidación del contrato que se trate, y también como garantía para el caso de incumplimiento de las obligaciones tanto de actualización diaria de las garantías como la citada de liquidación<sup>(29)</sup>. La doble finalidad antes señalada de pago a cuenta y garantía queda así puesta de manifiesto. En todo caso, hay que poner de manifiesto que, como la actualización diaria no es de cada contrato individual, sino de todas las posiciones abiertas del cliente (esto es, de todos los contratos celebrados aún no vencidos), en realidad no existe tanto una garantía de cada contrato cuanto una garantía global de todos. En caso de incumplimiento, o de aplicación al pago, se detraerá del total de cantidades de dinero, valores, etc. entregados por el cliente lo preciso. En este sentido es también claro el apartado 8 del art. 59 LMV, en la redacción dada por la Ley 37/1998, pues establece que las garantías que se constituyan en relación a las operaciones llevadas a cabo en los Mercados de Futuros y Opciones no responderán por obligaciones distintas de las derivadas de las referidas operaciones; no dice que “cada” garantía responde de “su” contrato, sino que todas las garantías responden de todas las operaciones realizadas. Este instituto de la “confusión” o “compensación” global de todas las garantías modaliza también la figura, que una vez más muestra unos perfiles muy distintos a los de una prenda o unas arras típicas.

Es de destacar, por último, que en esta materia existe una disposición legal que regula el régimen de los bienes entregados en garantía en caso de quiebra o procedimiento concursal del cliente o del miembro deponente. Se trata del apartado 9 del art. 59 LMV, en la redacción dada por la Ley 37/1998 (que reproduce la Disposición Adicional Séptima, apartado primero, de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero, Disposición Adicional derogada por la Ley 37/1998). La idea central de la misma es que la Sociedad Rectora goza de un derecho absoluto de separación respecto de los

---

(29) La primera función, de anticipo del pago, se contempla en el art. 17.3 RD 1814/1991, conforme al cual “Las garantías a que se refiere el presente capítulo no responderán por obligaciones distintas de las derivadas de las operaciones realizadas en los mercados regulados por el presente Real Decreto”. Y la función garantizadora se contempla, al menos respecto a la obligación de actualización diaria de garantías, en el art. 18.3 del mismo cuerpo reglamentario: “El incumplimiento de la obligación de la constitución o actualización de las garantías por un cliente o un miembro del mercado conducirá al cierre de todas sus posiciones abiertas, mediante la compraventa en el mercado de todos los contratos que formen parte de la posición inadecuadamente cubierta, y a la aplicación de las garantías existentes a la cobertura de las posibles pérdidas registradas”.

bienes entregados, en caso de situación concursal de los Miembros o de los clientes. Podrá hacerse pago con esos bienes, devolviendo el sobrante a la masa concursal. También se regula en qué medida afectan los supuestos de retroacción de la quiebra a las garantías entregadas <sup>(30)</sup>. Estas medidas, que no hacen sino introducir un supuesto más de separación en la ya caótica situación de la materia de los privilegios concursales y una excepción al régimen de la retroacción, favorece evidentemente a la Sociedad Rectora en perjuicio de los demás acreedores del quebrado o suspenso. Nótese que legalmente se está concediendo un derecho de separación cuando no existe ni prenda *stricto sensu* (y, mucho menos, prenda en escritura pública, que es lo que exige el art. 918 Ccom para que tal derecho real goce de separación) ni, mucho menos, titularidad de los bienes por parte de la Rectora (claramente, estamos en un caso de *separatio ex iure crediti*), con lo cual la excepción al régimen general resulta aún mayor. La justificación se basa por cierta doctrina en la necesidad de que los mercados

---

(30) Conforme a la citada norma “Las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones gozarán de derecho absoluto de separación respecto a los valores y al efectivo en que estuvieran materializadas las garantías que los miembros y clientes hubieran constituido o aceptado en favor de aquéllas en razón de las operaciones realizadas en los mercados citados, en caso de que tales miembros o clientes se vieran sometidos a un procedimiento concursal. Sin perjuicio de lo anterior, el sobrante que reste después de la liquidación de las operaciones garantizadas se incorporará a la masa patrimonial concursal del cliente o miembro en cuestión.

En caso de quiebra de un miembro o de un cliente de los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones, la constitución o aceptación de valores y efectivo como garantía de las operaciones de mercado sólo será impugnabile al amparo de lo dispuesto en el párrafo segundo del artículo 878 del Código de comercio, mediante acción ejercitada por los síndicos de la quiebra, en la que se demuestre la existencia de fraude en la constitución o afectación de valores y efectivo como garantía de las operaciones de mercado”.

Resulta realmente curioso este párrafo segundo, porque parece excluir la aplicación a estas operaciones de los supuestos de la llamada “retroacción relativa”, esto es, de los arts. 879 a 882 Ccom; y en cuanto a la aplicación del art. 878 Ccom, también excepciona la regulación legal, ya que según ésta todo negocio realizado en el periodo de retroacción absoluta sería nulo, mientras que conforme a la norma que ahora exponemos sólo podrá anularse si se demuestra el fraude. La verdad es que no nos parece técnicamente correcto excepcionar de tal forma todo el régimen general de la retroacción de la quiebra. Ciertamente es una regulación muy criticable, respecto de la cual además la interpretación jurisprudencial ha ido matizando mucho su alcance (basta aludir a toda la jurisprudencia que limita la nulidad radical del art. 878 Ccom en ciertos supuestos, vid. GARCÍA-CRUCES, J.A., Introducción y selección a *Quiebra y retroacción*, Madrid, 1995 y MARTÍN REYES, M.A., *La retroacción absoluta de la quiebra y la jurisprudencia del Tribunal Supremo*, Pamplona, 1995. En un plano general vid. últimamente ALCOVER GARAU, G., *La retroacción de la quiebra*, Madrid, 1996 y SANCHO GARGALLO, I., *La retroacción de la quiebra*, Pamplona, 1997), pero a falta de una reforma global no parece lógico “salvar” a la Sociedad Rectora de la aplicación de una normativa que, siendo seguramente incorrecta, al menos es incorrecta para todos.

funcionen correctamente, con la seguridad de que las garantías se podrán ejecutar en su caso por MEFF sin problema alguno <sup>(31)</sup>.

En definitiva, nos hallamos ante una figura jurídica singular, que desde luego no responde al concepto de la prenda, ni de las arras, ni de los depósitos en garantía. Por eso cualquier aplicación supletoria de los regímenes de éstos, en caso de laguna legal, debe ser muy cuidadosa, teniendo siempre en cuenta la especificidad de la figura y la especial función que cumple.

---

<sup>(31)</sup> Para DÍAZ RUIZ, E., “El régimen de garantías...”, cita., p. 112, “Este privilegio, como todos los privilegios, podría parecer odioso, sin embargo es absolutamente necesario porque no trata de proteger en sí mismo el patrimonio de la Sociedad Rectora, permitiéndole mantener unos derechos por encima de los de otros acreedores, derechos que podrían no tener que ser preferidos como tales, sino que protege la propia solidez y solvencia del mercado, pues no olvidemos que la Sociedad Rectora garantiza a todos el cumplimiento de todos los contratos, y esto sólo lo puede hacer cuando el sistema de garantías establecido funcione correctamente y no lo hará si la Sociedad Rectora puede verse privada de las garantías constituidas en su favor por un miembro o cliente en situación concursal”.

## **6. CUESTIONES SOCIETARIAS**

### **LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR Y LA RESPONSABILIDAD ADMINISTRATIVA DE LOS ADMINISTRADORES Y DIRECTIVOS POR INFRACCIONES DE LA NORMATIVA DEL MERCADO DE VALORES**

ALEJANDRO FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO

*Abogado. Doctor en Derecho  
Departamento de Derecho Mercantil  
Universidad Complutense de Madrid*

---

#### **SUMARIO**

- I. INTRODUCCIÓN.
  - II. CONCEPTO Y SISTEMA DEL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES.
    - 1. **Introducción.**
    - 2. **Del Derecho de sociedades y el Derecho bursátil al Derecho del mercado de valores.**
    - 3. **Aproximación al concepto y contenido del Derecho del mercado de valores.**
    - 4. **El papel de las normas de conducta en el Derecho del mercado de valores.**
    - 5. **Trascendencia de la responsabilidad administrativa por infracciones de las normas de ordenación y disciplina en el sistema del Derecho del mercado de valores.**
-

III. RESPONSABILIDAD ADMINISTRATIVA Y DERECHO SANCIONADOR EN LOS MERCADOS DE VALORES: ACOTACIONES GENERALES.

1. **Derecho administrativo sancionador y mercado de valores.**
2. **Cuadro de infracciones y sanciones.**
3. **Procedimiento sancionador.**

IV. LA RESPONSABILIDAD ESPECÍFICA DE LAS PERSONAS QUE OSTENTEN CARGOS DE ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN.

1. **Sistema normativo: líneas generales del mismo.**
2. **Ámbito de aplicación.**

2.1. Requisitos objetivos.

2.1.1. Personas que ejerzan cargos de “administración o dirección” en la infractora.

- A) Administradores.
- B) Directivos.

2.1.2. Sanción conjunta de la persona jurídica.

2.1.3. Tipificación de la sanción impuesta a la persona jurídica.

2.2. Requisitos subjetivos.

V. FUNDAMENTO DE LA RESPONSABILIDAD CONJUNTA.

1. **Eficacia de la sanción.**
2. **Relación de sujeción especial: las llamadas “sanciones de autoprotección”.**
3. **Teoría del garante.**

3.1. Antecedentes: la doctrina de la “gatekeeper liability”.

3.2. Delimitación jurisprudencial.

VI. EL PROBLEMA DE LA IMPUTACIÓN POTESTATIVA DE RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES Y DIRECTIVOS.

---

VII. RESPONSABILIDAD OBJETIVA Y PRINCIPIO DE CULPABILIDAD: CRITERIOS DE DETERMINACIÓN DE LA RESPONSABILIDAD.

1. **Punto de partida: la inexcusable culpabilidad en el administrador.**
2. **Recepción del principio de culpabilidad en la jurisprudencia contencioso-administrativa sobre infracciones de la normativa del mercado de valores.**
3. **Categorías genéricas: notas en torno a la culpa o imprudencia y el dolo en el Derecho Administrativo sancionador.**
4. **El deber de diligencia.**
  - 4.1. Modelo de conducta: consideraciones generales.
  - 4.2. El deber de administrar.
  - 4.3. El deber de informarse.
  - 4.4. El deber de vigilancia.
  - 4.5. El deber de investigar.
  - 4.6. Conclusiones.
5. **El deber de lealtad o fidelidad.**
6. **Conclusiones.**

VIII. CAUSAS DE EXONERACIÓN DE LA RESPONSABILIDAD.

1. **Fuerza mayor.**
2. **Inasistencia a los Consejos por causa justificada.**
3. **Imputabilidad exclusiva a Comisiones Ejecutivas, Consejeros-Delegados o Directores Generales y asimilados.**
4. **Realización de las actividades racionalmente posibles.**
5. **Error invencible.**

IX. CONCLUSIONES.

---

## I. INTRODUCCIÓN

El objeto de este estudio es analizar la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos de sociedades mercantiles por infracciones cometidas por estas de la normativa del mercado de valores; ello excluye del ámbito de consideración de este trabajo tanto el de su responsabilidad autónoma e independiente, como personas físicas, así como el de la responsabilidad de las personas jurídicas en tanto que tales.

Antes de abordar esta cuestión, nos ha parecido conveniente hacer un *excursus* sobre el concepto y sistema del Derecho del Mercado de Valores con una finalidad esencial: encuadrar el problema en su contexto normativo y determinar con ellos los bienes jurídicos que ha perseguido tutelar el legislador con la extensión de la responsabilidad administrativa a los administradores de las personas jurídicas sancionadas.

Una vez analizada esta cuestión, pasaremos a examinar las líneas generales del Derecho administrativo sancionador aplicado al Derecho del mercado de valores, con referencias a sus principios generales, el cuadro de infracciones y sanciones, así como las especialidades de su procedimiento.

El ámbito de aplicación de la responsabilidad específica de las personas que ostenten cargos de administración y dirección, con especial atención a los requisitos objetivos y subjetivos, será el siguiente de los aspectos que analizaremos.

El estudio de los problemas objeto del presente trabajo quedaría incompleto sin entrar a valorar los fundamentos de la responsabilidad de los administradores y directivos por las infracciones de las entidades a las que pertenecen.

A falta de una mayor claridad y precisión normativas, la imputación de responsabilidad a los administradores y directivos es, en gran medida, potestativa de la CNMV, a quien corresponde incoar los expedientes. Ello plantea la lógica inseguridad jurídica y un ámbito de discrecionalidad al órgano administrativo que no parece deseable, por lo que se trata de una cuestión que también abordaremos.

El principio de culpabilidad y los criterios de determinación de la responsabilidad constituyen uno de los principales aspectos del presente trabajo. Junto al estudio de la jurisprudencia general por la que se exige la concurrencia de culpabilidad en los administradores y directivos, analizaremos las categorías generales de culpa/imprudencia y del dolo, para pasar luego a su plasmación concreta: el estudio de las manifestaciones concretas de los deberes de diligencia y de lealtad en los administradores y, por extensión, en los directivos de las sociedades expedientadas.

Las causas de exoneración de la responsabilidad que puedan alegar los administradores y directivos serán asimismo objeto de nuestro estudio, cuestión ésta que reviste indudable interés.

A lo largo de este estudio, dedicaremos una especial atención al análisis de la jurisprudencia contencioso-administrativa recaída en los últimos años, así como a las interpretaciones administrativas dictadas por la CNMV. Con ello, y junto al análisis de los aspectos doctrinales y estrictamente teóricos, hemos pretendido dar al presente trabajo un contenido práctico.

Concluiremos el trabajo con un análisis crítico de dicha jurisprudencia, apuntando los principales problemas que a nuestro juicio se plantean en la actualidad.

## II. CONCEPTO Y SISTEMA DEL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES

### 1. Introducción

La protección del inversor y los diferentes problemas que la misma plantea se han convertido durante estos últimos años en nuestro país en un tema recurrente y de enorme actualidad, tanto a nivel jurídico como financiero. En un plano práctico, este interés va en ocasiones ligado a escándalos financieros, fraudes generalizados y grandes procedimientos concursales que llegan a afectar a un número tan considerable de personas o generan tal alarma social que lo que se percibe como una insuficiente protección a los inversores se convierte muchas veces en un auténtico clamor popular<sup>(1)</sup>.

Los riesgos de diferente orden que conlleva una inversión en los mercados de valores mobiliarios son muchos, poniéndose ya de manifiesto desde la consolidación de la sociedad anónima en la época de la Revolución Industrial<sup>(2)</sup>.

---

(1) Así, por mencionar algunos ejemplos recientes vividos en nuestro país, están las crisis financieras y de orden concursal ligadas a los casos Banesto, Torres/Prima, PSV, Grand Tibidabo y Huarte. Para una interesante aproximación histórica a los escándalos financieros, puede verse VOLTES, *Escándalos financieros en la Historia*, Barcelona, 1997.

(2) Es ya un clásico el asunto de la “South Sea Company”, conocido como el “South Sea Bubble” (1720), en el cual miles de inversores vieron sus ahorros volatilizarse en el mayor escándalo hasta entonces conocido; sobre este asunto, por todos pueden consultarse GOWER, *Principles of Modern Company Law*, 5ª ed., 1992, pp. 24 y ss. Más pintorescos resultan algunos de los ejemplos recogidos por LOSS que, por resultar especialmente ilustrativos, recogemos a continuación:

Estos riesgos se concretan en muy diferentes ámbitos, desde el intrínseco derivado de los derechos incorporados a inversiones en valores de renta fija o variable, pasando por las actuaciones irregulares mediante la oferta de productos en mercados extranjeros de futuros y opciones<sup>(3)</sup>, la gestión fraudulenta de los intermediarios de fondos de inversión, el tráfico de información privilegiada y la manipulación de los cambios por parte de iniciados, causando en ocasiones importantes perjuicios a los inversores. Con la extensión del círculo de inversores a un público cada vez más amplio dentro del fenómeno conocido como “democratización del capitalismo”, la aparición de nuevos instrumentos de inversión y el desarrollo de nuevos procedimientos para la comercialización de los mismos<sup>(4)</sup>, la protección del inversor está cobrando una importancia e interés mayores, a la vez que una nueva dimensión que parece deseable abordar.

A pesar de que se haya llegado a afirmar que el principio de protección al inversor constituye el verdadero centro de gravedad del Derecho del mercado de valores<sup>(5)</sup>, pertenece a esas categorías cuya frecuencia de empleo y reiterada utilización no guarda relación alguna con la claridad de sus fundamentos teóri-

---

a) En el primero, se menciona el caso de un folleto de emisión que circuló por la Inglaterra de 1825 en el cual los promotores perseguían la obtención de capital para un proyecto de desecación del Mar Rojo al objeto de rescatar el oro y las joyas que los egipcios debieron dejar al ser sepultados por las aguas del mar en su persecución del pueblo judío.

b) En el segundo de ellos, se trataba de un procedimiento sancionador real iniciado por la SEC en 1959 [SEC v. *OTC Enterprises, Inc.*, SEC Lit. Rel. 1449, (W.D. Okla. 1959)] contra una compañía que pretendía recaudar fondos para la construcción de “platinos voladores” que le permitieran llegar a la Luna y regresar posteriormente a la Tierra en 8 días.

Vid. LOSS, “Der Schutz der Kapitalanleger”, ZHR, vol. 129, 1967, pp. 197-198.

(3) Estas prácticas fraudulentas han llegado al punto de propiciar la publicación por la propia CNMV de una advertencia en los principales medios de prensa; vid. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *Importante advertencia de la C.N.M.V. para la protección de los inversores*, Diario El País, 18-10-93, p. 44. En este contexto, reviste también interés la forma en que la prensa diaria se hace eco del problema; vid. Diario El País, *Duros a peseta - La proliferación de “chiringuitos” financieros, un campo abonado para el fraude a inversores incautos y ambiciosos*, 17-10-93, Supl. Negocios, p. 36. Resulta especialmente interesante ahora la página de “Advertencias al Público” en la web de la CNMV, que se hace al amparo del artículo 64.7.d) LMV y que identifica de modo específico algunos de los “chiringuitos” que han sido detectados en el mercado. Vid. <http://www.cnmv.es/advertencias/indice.htm>.

(4) Así, comienzan a ser cada vez más frecuentes las ofertas de “productos financieros” mediante visitas a domicilio o, en la tradición norteamericana de los *boiler-rooms*, con campañas de intensivo acoso telefónico a determinados colectivos laborales o profesionales. En España, ello fue inicialmente llamativo con productos relacionados con seguros y fondos de pensiones, desarrollándose posteriormente a mediados/finales de la década de los 80 diferentes sistemas y procedimientos para captar los ahorros “fiscalmente opacos” del público.

(5) TAPIA HERMIDA, A.J., “Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores”, RDBB, núm. 63, 1996, p. 562 (en adelante, “Las normas de protección...”).

cos y conceptuales. <sup>(6)</sup> En efecto, tanto a lo largo de la Exposición de Motivos de la LMV como de su articulado pueden encontrarse repetidas alusiones a la protección al inversor y a sus intereses sin que realmente exista la menor alusión a cuáles son los fundamentos para ello, ni a qué deba entenderse por inversor. Lo mismo puede decirse de otros textos legales de nuestro ordenamiento positivo <sup>(7)</sup>. Ello se debe quizás a que se trata de un concepto que no surge de una forma directa, como consecuencia de una reflexión conceptual y dogmática previa, sino de forma inducida, como resultado de la aparición de determinados problemas de orden práctico que demandaban urgente solución <sup>(8)</sup>. En cualquier caso, tanto por la profusión en su empleo como por la polivalencia del mismo, se ha convertido de hecho en un auténtico “cajón de sastre” que se emplea para fundamentar una constante marea no sólo de contribuciones periodísticas y libros del género político-financiero sino, lo que es más importante, cualquier actuación administrativa, así como iniciativas legislativas de todo orden.

## 2. Del Derecho de sociedades y el Derecho bursátil al Derecho del mercado de valores

El título con el que iniciamos este apartado refleja mejor que ninguno el proceso histórico gradual que ha culminado en la consagración del Derecho del mercado de valores como una nueva categoría sistemática de nuestro ordenamiento <sup>(9)</sup>.

---

<sup>(6)</sup> ASSMANN, “Konzeptionelle Grundlagen des Anlegerschutzes”, ZBB, 1989, pp. 49 y ss.

<sup>(7)</sup> En este sentido, y a título puramente ejemplificativo, nos remitimos tanto a las referencias existentes en los artículos 12.2 y 15.2 del RD 726/89, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza colectiva, como a las existentes en el RD 629/93, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, para el cual la protección de los inversores constituye un principio rector.

<sup>(8)</sup> CACHÓN BLANCO, “El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliarios: aspectos teóricos y prácticos”, RDBB, vol. 55, 1994, p. 637.

<sup>(9)</sup> Se trata del título del célebre trabajo de HOPT, “Vom Aktien-und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?”, (II), ZHR, vol. 141, 1977, pp. 389 y ss. El proceso que dicho título pretende reflejar ha sido posteriormente recogido por otros autores que se han aproximado al concepto y contenido del Derecho del mercado de valores; vid. ASSMANN, “Kapitalmarktrecht-Zur Formation eines Rechtsgebietes in der vierzigjährigen Rechtsentwicklung der Bundesrepublik Deutschland”, en AA.VV., *40 Jahre Bundesrepublik Deutschland, 40 Jahre Rechtsentwicklung*, (Hrsg. K.W. Nörr), Tübingen, 1991, pp. 251 y ss.; “Kapitalmarkt, Kapitalmarktrecht, Kapitalanlagerecht. Eine problemorientierte Einführung”, en AA.VV., *Handbuch des Kapitalanlagerechts* (Eds. H.D. Assmann - R. Schütze), Munich, 1990, pp. 10 y ss.

Las causas profundas de este desarrollo son complejas pero, brevemente, entendemos que pueden reconducirse a los fenómenos siguientes. Ante todo, las economías europeas de mediados/finales de la década de los 60 empiezan a recoger los frutos de una gran expansión económica que culminaría un largo proceso de recuperación desde la Segunda Guerra Mundial. En gran medida, este fenómeno se produce en paralelo en nuestro país. Con ello, el ahorro o renta excedentaria de los ciudadanos busca nuevas fórmulas de optimizar la rentabilidad, movilizándose desde diferentes instrumentos de pasivo bancario a los mercados de capitales. Con ello comienzan a desarrollarse unos mercados secundarios paralelos al mercado bursátil (*grauer Kapitalmarkt, mercato alternativo*), ajenos a toda regulación y control, donde se producen importantes casos de fraude. Algo más tarde, empiezan a proliferar nuevos instrumentos financieros, frecuentemente atípicos, incorporados a valores negociables (v.gr., participaciones en fondos de inversión, pagarés de empresa, etc.), que confieren un estatuto jurídico incierto a sus tenedores. En ocasiones, los emisores suelen estar domiciliados en otros Estados por lo que el seguimiento y control por el inversor del destino de los fondos se hace impracticable<sup>(10)</sup>. Finalmente, las necesidades de financiar la expansión internacional y el creciente proceso de desintermediación del ahorro provocó un abandono gradual por parte de las grandes empresas de las fórmulas de financiación bancaria para acudir directamente a los mercados de capitales en busca de los recursos necesarios.

Ante esta nueva situación, el Ordenamiento Jurídico ponía de manifiesto sus agudas carencias.

Por una parte, el Derecho de sociedades no podía dejar de ser lo que es: un conjunto de normas esencialmente organizativas y dirigidas a regular las relaciones de los socios entre sí y con la sociedad, así como de ésta con terceros<sup>(11)</sup>. Algunas de las lagunas más llamativas son las siguientes. En primer lugar, escapan de su órbita la comercialización de todos aquellos valores negociables “atípicos”, así como los valores extranjeros. Asimismo, el Derecho de sociedades es ajeno a toda regulación del mercado secundario, y a las implicaciones de

---

<sup>(10)</sup> Alcanzó una gran repercusión a principios de la década de los 70 el hundimiento de la IOS (International Overseas Service), un gran fraude internacional montado a base de una técnica agresiva de marketing de participaciones en fondos internacionales y liderada por el tristemente célebre Bernie Cornfeld. Sobre este particular, puede consultarse la obra de RAW, PAGE & HODGSON, *Do you sincerely want to be rich? The full story of Bernard Cornfeld and IOS: an international swindle*, Worcester/Londres, 1971.

<sup>(11)</sup> En nuestro país, SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones de Derecho Mercantil*, tomo I, 20ª ed., Madrid, 1997, cap. XIV; GIRÓN TENA, *Derecho de Sociedades*, Madrid, 1976. En el mismo sentido, HOPT, “Vom Aktien-und Börsenrecht...”, cit., p. 390; SCHWARK, “Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht”, en AA.VV., *Festschrift für W. Stimpel zum 68 Gstag*. (Eds. Lutter-Mertens-Ulmer), Berlín, 1985, p. 1090.

los cambios de control en el seno de las sociedades. Por último, y salvo en los casos de fundación sucesiva, la normativa societaria sobre obligaciones de información y folletos en los casos de apelación pública al ahorro era manifiestamente insuficiente.

Por su parte, el Derecho bursátil tiene por objeto la regulación de los requisitos técnico-jurídicos para la admisión a negociación oficial de valores, así como la Bolsa en cuanto lugar de contratación<sup>(12)</sup> y los diferentes negocios jurídicos que tienen lugar en el mismo, v.gr. los contratos bursátiles<sup>(13)</sup>. Sus lagunas eran también evidentes<sup>(14)</sup>. Apenas se recogían normas de conducta del mercado y para los intermediarios. Asimismo, aunque la normativa sobre información para la admisión a negociación oficial de valores era relativamente completa, las exigencias y seguimiento en materia de información periódica y puntual de las emisoras tenía importantes carencias. Por último, había una ausencia total de normas de responsabilidad por el contenido del folleto informativo y restante información pública.

A estas carencias viene a añadirse el auge progresivo de las instituciones de inversión colectiva a finales de los 70 y principios de los 80 en las que se plantean igualmente serios problemas de protección de los partícipes, que ni la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, ni el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, llegan a solventar<sup>(15)</sup>.

A partir de aquí, comienza a hablarse del Derecho del mercado de valores como objetivo o tarea pendiente de desarrollo<sup>(16)</sup>, si bien hay voces que apuntan a que la verdadera asignatura pendiente del ordenamiento jurídico es la protección del inversor<sup>(17)</sup>. Se trata de una nueva categoría del ordenamiento que en modo alguno agota el Derecho de sociedades y el Derecho bursátil sino que los

---

(12) Sobre la organización y regulación jurídica de las Bolsas de Comercio con anterioridad a la entrada en vigor de la LMV, por todos, ARIÑO ORTIZ & SALA ARQUER, *La Bolsa española: marco institucional*, Madrid, 1987.

(13) Sobre los contratos bursátiles, por todos, RUIZ CABRERO, *Los contratos bursátiles*, Madrid, 1987.

(14) HOPT, "Vom Aktien-und Börsenrecht...", cit., pp. 396-397.

(15) Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, "Para un catálogo de problemas mayores en materia de protección de los partícipes de un fondo de inversión", en AA.VV., *La protección de los partícipes de los fondos de inversión*, Madrid, 1997, pp. 9 y ss.

(16) V.gr., KOHL & WALZ, "Kapitalmarktrecht als Aufgabe", AG, 1977, pp. 29 y ss.; KÜBLER, "Transparenz am Kapitalmarkt", AG, 1977, pp. 85 y ss.

(17) Vid. PELTZER, "Anlegerschutz als Aufgabe für den Gesetzgeber", NJW, 1976, pp. 1615 y ss.

completa y desarrolla, representando simultáneamente un giro de tendencia<sup>(18)</sup>. Frente a las categorías normativas anteriores desde las cuales venían abordándose dichas cuestiones, este nuevo Derecho surge como un conjunto heterogéneo de normas y principios que centra su atención en los mercados de valores, en la comercialización y negociación pública de valores en los mismos, en el estatuto de quienes intermedian en la comercialización y en una debida protección al inversor.

Para esta nueva categoría de nuestro ordenamiento, el inversor pierde su trascendencia como accionista o como parte en un contrato bursátil para pasar a adquirir un papel institucional central como oferente de capitales cuya posición debe ser tutelada si pretende lograrse un funcionamiento eficiente de los mercados de valores.

### 3. Aproximación al concepto y contenido del Derecho del mercado de valores

En el Derecho del mercado de valores concurren normas de distinta naturaleza provenientes del Derecho público y del Derecho privado, que han de ser adscritas a las diferentes ramas en que se configura tradicionalmente nuestro ordenamiento jurídico (v.gr., Derecho mercantil, Derecho civil, Derecho constitucional, Derecho administrativo, etc.). Si bien las técnicas jurídicas empleadas son distintas, inciden todas ellas sobre una misma realidad económica, como es el mercado de valores, y comparten principios comunes<sup>(19)</sup>.

En cuanto al contenido de esta categoría, puede decirse que recoge el conjunto de normas que tienen por objeto el régimen jurídico de la apelación pública al ahorro, así como de los valores objeto de comercialización, tanto en el mercado primario como en el secundario. También comprende el estatuto de las entidades y profesionales que intervienen en el mercado, como intermediarios entre oferentes y demandantes de capitales. Los instrumentos mediante los cuales se logra un eficaz funcionamiento y operativa de los mercados, particularmente desde el punto de vista de los mecanismos de compensación y liquidación, puede también incluirse dentro de esta categoría normativa. Asimismo, la

---

(18) Como ha puesto de manifiesto el Profesor Rojo Fdez-Río, la financiación de las empresas a través del mercado implica que aparezcan nuevas perspectivas además de las tradicionales del Derecho de sociedades y surgen así normas especiales que se establecen no por razón de la clase de empresa de que se trate sino, entre otras razones, por razón de la conducta de esta empresa en el mercado; la norma especial no atiende a lo que la sociedad es, sino a lo que la sociedad *hace* o pretende hacer. Vid. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, "La sociedad anónima como problema", RDM, vols. 187-188, 1988, p. 24.

(19) En este sentido, BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., "El Derecho del mercado de capitales", RDBB, núm. 29, 1988, cit. p. 111.

supervisión de los mercados y de su funcionamiento por parte de uno o varios organismos competentes actúa como corolario institucional de dicha normativa, unido a la tipificación de las infracciones de la normativa y del poder sancionador. Finalmente, deben mencionarse las normas de conducta que garanticen una adecuada transparencia de los mercados, así como todas aquellas restantes disposiciones para la necesaria protección del inversor.

Todos estos aspectos están estrechamente ligados, y buena prueba de ello está en el carácter de la reforma de la normativa aplicable a estos mercados que, renunciando a respuestas parciales, viene adoptando fórmulas globales<sup>(20)</sup>.

De esta forma, mientras que la protección ofrecida por el Derecho de sociedades tiene una dimensión colectiva desde el momento en que la reparación que proporciona se extiende automáticamente a todos los socios, sin perjuicio de que existan derechos especiales de protección de la minoría, la protección del inversor tiene, además de su dimensión funcional de promoción de la eficiencia de los mercados de valores, una vertiente de tutela *uti singuli* de los derechos que han sido conculcados<sup>(21)</sup>. Por todo ello, como vimos anteriormente, la ordenación y disciplina de los mercados de valores pasa por tutelar adecuadamente la confianza y la información del inversor. De esta forma, tanto desde una perspectiva individual como funcional, la protección del inversor ocupa un lugar preponderante dentro de los principios que presiden la configuración sustantiva de este nuevo Derecho del mercado de valores.

Por ello, puede concluirse que el Derecho de la protección del inversor presenta una identidad sustancial con el Derecho del mercado de valores. A efectos puramente dialécticos, entendemos que puede argumentarse que es *Derecho de la protección del inversor el conjunto de normas y principios de nuestro ordenamiento que tienen como objetivo tutelar las legítimas expectativas y derechos de los inversores en valores mobiliarios negociables en mercados impersonales, dentro de la consecución de una eficiencia funcional de dichos mercados y del respeto a la libertad de actuación de los individuos en el marco de una economía de mercado, mediante la regulación de la apelación pública al ahorro y sus manifestaciones, la comercialización de dichos valores en los mercados primarios y secundarios, el estatuto de los intermediarios del merca-*

---

(20) Este es el caso de la mayoría de los países de nuestro entorno jurídico. En relación a España, puede verse VERDERA TUELLS, “Del tratamiento administrativo ‘parcelado’ a la reforma ‘global’ del Mercado de Valores”, en AA.VV., *El nuevo Mercado de Valores* (Coord. E. Verdera), Madrid, 1993, pp. 11 y ss.

(21) ROSSI, “I mercati dell’investimento fra diritto ed economia”, en AA.VV., *Informazione e pubblicità nell’offerta al pubblico di valori mobiliari* (Ed. P. Auteri), Milán, 1991, pp. 139 y ss.

*do, el funcionamiento operativo de los mercados, la supervisión de los mismos, las normas de conducta y la sanción de las infracciones que puedan producirse.*

#### **4. El papel de las normas de conducta en el Derecho del mercado de valores**

Dentro del marco general de las reformas de los mercados de valores que se han venido sucediendo en Europa desde principios de la década de los 80, las cuestiones relativas a la corrección y transparencia en la conducta de todos los que intervienen en los mercados ha adquirido una relevancia especial por su importancia a la hora de garantizar un correcto y armónico funcionamiento de los mismos.

Estas reformas han llevado aparejada una profunda modificación del estatuto jurídico de estos intermediarios que han pasado a ser entidades polifuncionales, en las cuales las situaciones de potencial conflicto de interés han aumentado considerablemente. De ahí que la importancia por establecer mecanismos que prescriban y garanticen unos niveles de corrección haya aumentado considerablemente. A ello debe añadirse que los parámetros clásicos de regulación de la actividad de los intermediarios se revelan ya insuficientes; así, los requisitos de profesionalidad, moralidad y corrección se verificaban como condiciones previas del acceso a la actividad pero no tanto como de un cumplimiento necesariamente continuado.

Como parece lógico, dentro de este cuerpo estructurado de normas de conducta han ido adquiriendo particular importancia las referidas a los intermediarios profesionales. En un plano general, y como pusiera de manifiesto la propia CNMV en uno de sus “*Informes Anuales*”, lo cierto es que “*...la sujeción de los intermediarios del mercado de valores a las normas de conducta constituye, junto con su actuación en el marco de las normas prudenciales, el principal factor de seguridad y estabilidad del mercado para los inversores y el conjunto de la comunidad financiera...*” (22).

Las normas de conducta no tienen necesariamente por objeto actos concretos o negocios jurídicos individualmente considerados sino una actividad concreta derivada fundamentalmente de la emisión u oferta de valores, de su negociación o de la intermediación en la misma. En este sentido, algunas de las normas de conducta de mayor trascendencia se refieren precisamente a los intermediarios. Partiendo de la base de que la relación con los intermediarios especializados es para muchos inversores la única vía de acceso al mercado, así

---

(22) COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *Informe Anual 1994*, Madrid, 1995, pp. 251-252.

como del hecho de la enorme confianza que depositan estos inversores en los citados intermediarios, se comprende bien la trascendental importancia que tienen las normas de conducta dirigidas a los mismos<sup>(23)</sup>; de ahí que nuestra doctrina haya acogido la entrada en vigor del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, como un texto de “enorme importancia”<sup>(24)</sup>.

Pues bien, desde el punto de vista de la técnica legislativa de tutela adoptada, las normas de conducta ponen de manifiesto una opción marcadamente diferenciada de las normas de validez. Mientras que estas últimas se centran en prescribir un determinado contenido o forma del negocio jurídico en cuestión, predicando la nulidad de las disposiciones contrarias a las mismas y estipulando su integración automática en el intercambio contractual, las normas de conducta persiguen garantizar el desarrollo de una determinada actividad. Esta actividad se concreta en la imposición de obligaciones puntuales que son plenamente exigibles por el sujeto a cuyo favor se establecen y persiguen alcanzar una determinada finalidad, cuya ausencia o inobservancia no da lugar a la nulidad del negocio sino a la responsabilidad administrativa del sujeto obligado<sup>(25)</sup>.

---

(23) VALENZUELA GARACH, cit., p. 260. Resulta especialmente ilustrativo, en este sentido, un párrafo de un reciente “Informe Anual” de la CNMV, en el que se afirma:

*“Estas especiales características otorgan una importancia especial a la calidad, veracidad, oportunidad y suficiencia de la información que, en este caso, debe ser suministrada por quien crea el producto. Además, llevan de una forma natural a la existencia de unos profesionales de la intermediación que en otros ámbitos de la actividad económica acaso no serían tan necesarios. Si la calidad de la información poseída determina en buena medida los precios formados en el mercado, en los que también puede influir la actuación de los intermediarios, y dichos precios son los que dirigen la asignación de los recursos disponibles, se comprende que la eficiencia y la equidad de tal asignación requieran prestar una atención especial, tanto a la forma en que la información llega a sus potenciales destinatarios, como a los criterios y normas aplicados a los intermediarios. Por tratarse de materias de interés general, es necesaria una labor de vigilancia muy estricta que garantice a los inversores que el producto reúne las características declaradas y que los intermediarios cumplen su función de acuerdo con lo que se espera de ellos.”*

En COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *Informe Anual 1992*, Madrid, 1993, pp. 201-202. La cursiva es nuestra.

(24) TAPIA HERMIDA, A., “Las normas de actuación en los mercados de valores”, RDBB, núm. 50, 1993, p. 316.

(25) DI MAJO, “La correttezza nell’attività di intermediazione mobiliare”, BBTC, 1993, pp. 290-291 también publicado en AA.VV., *L’intermediazione mobiliare - Studi in memoria di Aldo Maisano* (Coord. S. Mazzamuto y G. Terranova), Nápoles, 1993, pp. 1 y ss.

Como veremos a lo largo de este trabajo, junto a la infracción de normas de supervisión prudencial<sup>(26)</sup>, la responsabilidad administrativa cobra especial trascendencia en el contexto de la infracción de las normas de conducta, que trasladan a los administradores y directivos de emisores e intermediarios autorizados especiales obligaciones de diligencia profesional.

### **5. Trascendencia de la responsabilidad administrativa por infracciones de las normas de ordenación y disciplina en el sistema del Derecho del mercado de valores**

Con absoluta independencia del tipo de infracción de la legislación de los mercados de valores que hubiera podido producirse, deben distinguirse dos tipos de consecuencias fundamentales derivadas de la misma.

Por una parte, debe tenerse en cuenta que cualquier actuación contraria a la normativa vigente puede desencadenar los consiguientes efectos perjudiciales para determinadas personas o entidades, pudiendo incluso desembocar en daños patrimoniales de una considerable entidad. Se trata de la *dimensión individual* de la infracción que demanda una respuesta. De nulo o escaso consuelo sirve al inversor perjudicado el que las autoridades administrativas o los tribunales ordinarios sancionen o penalicen al emisor, a sus administradores y ejecutivos o a los intermediarios si la inversión realizada se ha perdido total o parcialmente como consecuencia de una conducta contraria a la legalidad.

Por otra parte, “las infracciones en los mercados de valores tienen *efectos mucho más importantes y peligrosos* por cuanto pueden suponer una quiebra de la confianza de los usuarios en un sector en el que, precisamente, la credibilidad institucional es el elemento clave que posibilita el desarrollo ordenado de la actividad”<sup>(27)</sup>. En este sentido, la actuación sancionadora del organismo de

---

(26) Junto a la llamada *supervisión de conducta*, tenemos la llamada *supervisión prudencial* que pasa por la verificación del cumplimiento de determinados requisitos legalmente establecidos y relativos a las formalidades de constitución, incompatibilidades, actividades permitidas, cumplimiento de coeficientes de solvencia y liquidez, así como límites de concentración de riesgos. También se incluyen dentro de las normas de supervisión prudencial aquellas relativas a la capacitación y honorabilidad de los administradores y ejecutivos de los intermediarios. En definitiva, la supervisión prudencial se dirige a regular las condiciones de acceso y mantenimiento en la actividad de intermediación de los sujetos, centrándose en normas de carácter estructural, patrimonial y personal. Sobre el concepto de supervisión prudencial y sus orígenes, puede verse FERRARINI, “Introduction”, en AA.VV., *Prudential regulation of banks and securities firms: European and international aspects* (Ed. G. Ferrarini), La Haya/Londres/Boston, 1995, p. 4.

(27) COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *Informe Anual 1992*, Madrid, 1993, p. 253. La cursiva es nuestra.

supervisión tendrá también un efecto disuasorio, reforzando la fiabilidad de los mercados como una manifestación misma de la protección al inversor. En este caso, se trata de la *dimensión colectiva o sistémica* de la infracción. Quiere esto decir que existe un importante interés público que merece ser objeto de tutela, sancionando o penalizando aquellas conductas que resulten contrarias a las obligaciones de información y normas de conducta o solvencia, y que originen un perjuicio tanto al mercado como a los inversores.

Frente a estas graves consecuencias, y con independencia de las consecuencias de orden civil y penal que no son objeto del presente estudio, nuestro Ordenamiento Jurídico ha reaccionado estableciendo un elaborado sistema de responsabilidad administrativa que pasamos a examinar.

### III. RESPONSABILIDAD ADMINISTRATIVA Y DERECHO SANCIONADOR EN LOS MERCADOS DE VALORES: ACOTACIONES GENERALES

Como es sabido, el artículo 25 de nuestra Constitución establece una dualidad de sistemas represivos puesto que, junto al sistema penal, recoge un sistema sancionador por acciones u omisiones que constituyan infracciones administrativas en el momento de producirse. No existen realmente criterios objetivos que delimiten cuándo procede aplicar el *ius puniendi* de la Administración o el que corresponde a los tribunales de justicia en el ámbito penal. Junto a las razones de carácter histórico, GARCÍA DE ENTERRÍA y T.R. FERNÁNDEZ han destacado otras tres razones circunstanciales<sup>(28)</sup>. En primer lugar, se ha producido un proceso llamado de “despenalización”, que ha venido a trasladar desde los jueces penales al ámbito administrativo determinados delitos considerados menores, aunque con nueva sumisión a una instancia jurisdiccional si el infractor discrepa. En segundo lugar, y recogiendo la influencia de ordenamientos extranjeros, se han creado unas Administraciones independientes o Comisiones, dotadas de poder sancionador, a las que se ha encomendado el control de determinadas áreas como son la libre competencia y el mercado de valores y, ahora también, las telecomunicaciones. Finalmente, la descentralización política en España ha creado nuevos centros de poder sancionador.

A pesar de todo, no parece haber mayor base para distinguir por su naturaleza entre sanciones administrativas y penas. Por el contrario, en cuanto a sus fines, sí pueden distinguirse por su finalidad; así, mientras que, por mandato

---

(28) GARCÍA DE ENTERRÍA & FERNÁNDEZ, *Curso de Derecho Administrativo*, vol. II, Madrid, 1993, 4ª ed., pp. 165 y ss.

constitucional, las penas estarán orientadas hacia la reeducación y la reinserción social (artículo 25.3 CE), las sanciones administrativas tienen una finalidad represiva más pragmática<sup>(29)</sup>.

## 1. Derecho administrativo sancionador y mercado de valores

El punto de partida de nuestra reflexión viene dado por el artículo 95 LMV que establece que la infracción de las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores dará lugar a responsabilidad administrativa sancionable de conformidad con lo dispuesto en el Capítulo II del Título VIII.

La expresión legal “normas de ordenación y disciplina del mercado de valores” se ha definido por el propio párrafo tercero del artículo 95 de la forma siguiente: “las leyes y disposiciones administrativas de carácter general que contengan preceptos específicamente referidos a las entidades comprendidas en el núm. 1 del artículo 84 de esta Ley o la actividad relacionada con el mercado de valores de las personas o entidades a que se refiere el núm. 2 del mismo y que sean de obligada observancia para las mismas. Entre las citadas disposiciones se entenderán comprendidas las disposiciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores previstas en el artículo 15 de esta Ley”.

Sobre la base de ese precepto, puede apreciarse cómo las normas de ordenación y disciplina se construyen sobre la base de un doble criterio. Por una parte, existe un criterio *subjetivo*, que diseña el ámbito de aplicación de estas normas por referencia a un tipo de entidades o de personas. Por otra parte, se emplea un criterio *objetivo* para abarcar determinadas actividades o conductas de obligada observancia. Como veremos más adelante, en la redacción inicial de la LMV quedaron algunos huecos que dieron lugar a que el sistema no fuera perfectamente estanco; este era el caso de los administradores y directivos de personas jurídicas no sometidas a una relación de sujeción especial. Este problema ha quedado subsanado con la nueva redacción dada a los artículos 105 y 106 LMV por parte de la Ley 3/1994, de 14 de abril<sup>(30)</sup>.

Pero si ordenar es ante todo prevenir, debe recordarse que “la eficacia de las normas depende de la existencia de unas facultades coercitivas suficientes en manos de las autoridades supervisoras de las entidades financieras, cuyo desarrollo, a través de un régimen adecuado de sanciones administrativas, debe

---

(29) Vid. nota 29.

(30) Vid. MAYOR MENÉNDEZ, “Sobre la responsabilidad conjunta de las personas jurídicas y sus administradores en el Derecho administrativo sancionador (especial referencia al mercado de valores)”, REDA, núm. 87, 1995, pp. 149 y ss.

cerrar el sistema regulador”<sup>(31)</sup>. Quiere esto decir que la responsabilidad administrativa que se concreta mediante un régimen de infracciones y sanciones opera como “cierre del sistema” (T.R. FERNÁNDEZ)<sup>(32)</sup>.

Para poder entender este sistema hay que partir de la singularidad del Derecho del Mercado de Valores como ordenamiento sectorial, en cuyo vértice se encuentra la CNMV. Por ello, la responsabilidad administrativa desempeña también un papel de protección del colectivo, de la industria frente a las irregularidades de cualesquiera de sus miembros: es el componente de “autoprotección”. Esta naturaleza disciplinaria dota al régimen sancionador diseñado por la CNMV de una cierta particularidad<sup>(33)</sup>.

Por último, debe hacerse hincapié en el sistema de doble responsabilidad administrativa, de las entidades de valores en cuanto tales y de las personas que ostentan cargos de administración y dirección en las mismas, que es precisamente el tema en el que centraremos el presente estudio.

## 2. Cuadro de infracciones y sanciones

En cuanto a las infracciones propiamente dichas, y junto a la clasificación que hacen los artículos 99 a 101 LMV entre muy graves, graves y leves, debe destacarse la sistematización apuntada por la doctrina administrativista entre otros tres diferentes grupos en función de la finalidad que persiguen<sup>(34)</sup>. En primer lugar, pueden enumerarse aquellas infracciones que tienden a garantizar la aplicación del ordenamiento bursátil desde una perspectiva formal (v.gr., incumplimiento de requisitos técnicos y formales, realización de actos no permitidos, etc.). En segundo lugar, existe otro grupo de infracciones que tiene como finalidad primordial garantizar los pilares en que se asienta la concepción de un mercado de valores desarrollado y eficiente (v.gr., manipulación de los precios, actos fraudulentos y simulados, tráfico de información privilegiada,

---

(31) Exposición de Motivos de la Ley 26/1988, de 29 de julio de 1988, sobre Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito.

(32) Esta expresión era la utilizada para la responsabilidad administrativa de las entidades de crédito y sus gestores pero, por los evidentes paralelismos existentes, es aplicable al régimen sancionador previsto por la legislación del mercado de valores. Vid. T.R. FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, “El ordenamiento crediticio y bancario español: reflexiones después de la crisis”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito* (Dir. T.R. Fernández), 2ª ed., Madrid, 1991, p. 22.

(33) En este sentido, FUERTES LÓPEZ, *La Comisión Nacional del Mercado de Valores*, Madrid, 1994, pp. 270 y ss.

(34) FUERTES LÓPEZ, cit., pp. 280-281.

etc.). Finalmente, están aquellas infracciones que parecen defender las facultades de la Comisión y la eficacia de sus funciones (v.gr., obstrucción de la labor inspectora, negativa a contestar requerimientos, etc.).

Las sanciones que cabe imponer por infracciones de la normativa del mercado de valores se encuentran en los artículos 105 y ss. LMV, así como en el artículo 32.5 LIIC. Revisten una naturaleza muy variada, por lo que se encuentran desde sanciones de tipo admonitivo, pasando por las multas pecuniarias, las suspensiones o limitaciones de actividad, hasta la revocación de autorizaciones. Respecto de las personas físicas, debe añadirse la separación del cargo y la inhabilitación por un período de tiempo determinado.

Es de destacar, en primer lugar, que existen amplias facultades de apreciación y una notable discrecionalidad por parte de la CNMV. Siempre que el ejercicio de la potestad disciplinaria se produzca dentro del más escrupuloso respeto por las garantías constitucionales de los administrados, se nos antoja positivo que el organismo de supervisión disponga de cierta flexibilidad en este sentido al objeto de poder atajar las múltiples posibilidades en que puede tratar de conculcarse el ordenamiento del mercado de valores y la gravedad que algunas infracciones pueden llegar a alcanzar. En segundo lugar, existen determinadas sanciones, como las amonestaciones, que pueden tener consecuencias imprevisibles para la confianza de los inversores en una determinada entidad, pudiendo provocar una grave crisis de la entidad. Por último, existen infracciones respecto de las cuales no resulta siempre fácil acreditar la culpabilidad del autor, y se trata, sin embargo, de un elemento esencial, como tendremos ocasión de volver a ver más adelante<sup>(35)</sup>.

### **3. Procedimiento sancionador**

Con la entrada en vigor de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, sobre Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y el Procedimiento Administrativo Común, donde se recogen unos principios generales en materia de potestad sancionadora, se ha hecho necesario adecuar el procedimiento sancionador a dichos principios.

Inicialmente, la LMV se remitía a lo dispuesto por la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención, que a su vez se remitía a la ya derogada Ley de Procedimiento Administrativo de 1958. En consecuencia, se hacía necesario dictar una norma cuyo objeto fuera regular detalladamente un procedi-

---

<sup>(35)</sup> Sobre este principio puede verse el trabajo de PALMA DEL TESO *El principio de culpabilidad en el Derecho administrativo sancionador*, Madrid, 1996.

miento sancionador específico para la disciplina de los mercados financieros, objetivo éste plasmado en el Real Decreto 2119/1993, de 3 de diciembre, sobre procedimiento sancionador aplicable a los sujetos que actúan en los mercados financieros.

Sin ánimo de profundizar aquí en el contenido de esta norma rituaría, baste señalar que, junto a las razones ya citadas, el titular de la potestad reglamentaria justifica las especialidades de dicha norma por "...la *complejidad* del sector financiero...", sin que se sepa demasiado lo que ha querido decir con ello. Parece que, según se desprende de la Exposición de Motivos, esta complejidad se ha venido a concretar por los plazos especiales dilatados dirigidos a permitir al instructor del expediente una perfecta determinación de los hechos que motivan la apertura del procedimiento<sup>(36)</sup>.

Por último, parece importante recordar la aplicabilidad de los principios jurídico-penales, así como la jurisprudencia del Tribunal Constitucional y del Tribunal Supremo desarrollando los mismos, a la esfera sancionadora administrativa en línea con la equiparación que formula el artículo 25 de la Constitución de los dos ámbitos represivos. Así, los principios de culpabilidad, de legalidad, de tipicidad, de proporcionalidad y el derecho a la presunción de inocencia encuentran una dimensión propia, que permite garantizar el debido cumplimiento de las leyes y la sanción de las infracciones en el marco del más absoluto respeto a los derechos y libertades fundamentales de los expedientados<sup>(37)</sup>. Ello ha llevado a que el Profesor GARCÍA DE ENTERRÍA afirmara que el Reglamento descrito contradice de manera frontal y directa el artículo 25 de la Constitución y que es, por tanto, nulo de pleno derecho<sup>(38)</sup>.

(36) Sobre esta norma reglamentaria pueden verse los trabajos de FUERTES LÓPEZ, "El Derecho sancionador en los mercados de valores: la eterna reforma", RDBB, núm. 73, 1999, pp. 115 y ss.; GARCÍA DE ENTERRÍA, "La problemática puesta en práctica en aplicación de LRJPAC: el caso del Real Decreto 1398/1993, de 4 de agosto, que aprueba el reglamento del procedimiento sancionador. Nulidad del Reglamento y desintegración general del nuevo sistema legal", REDA, núm. 80, 1993, pp. 657 y ss.

(37) SUAY RINCÓN, "Algunas consideraciones en torno a la aplicación de los principios de la responsabilidad personal (o por actos propios) y de culpabilidad en el Derecho sancionador (particular referencia al ordenamiento de crédito y del mercado de valores)", en AA.VV., *Estudios de Derecho bancario en homenaje a Evelio Verdura Tuells*, vol. III, Madrid, 1994, pp. 2591 y ss. Para una interesante perspectiva de la jurisprudencia de los tribunales contencioso-administrativos en el Derecho administrativo sancionador del mercado de valores, puede verse el trabajo de JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, G., "El derecho sancionador del mercado de valores en la jurisprudencia de los tribunales contencioso-administrativos", RDBB, núm. 65, 1997, pp. 149 y ss.

(38) GARCÍA DE ENTERRÍA, "La problemática...", cit. supra, pp. 660-661.

#### IV. LA RESPONSABILIDAD ESPECÍFICA DE LAS PERSONAS QUE OSTENTEN CARGOS DE ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN

##### 1. Sistema normativo: líneas generales del mismo

El punto de partida del análisis normativo de la responsabilidad de las personas que ostentan cargos de administración y dirección por infracciones de la normativa del mercado de valores se encuentra necesariamente en los artículos 105 y 106 LMV que establecen lo siguiente:

###### *Artículo 105*

“Además de la sanción que corresponda imponer al infractor por la comisión de infracciones muy graves, cuando la infractora sea una persona jurídica podrá imponerse una de las siguientes sanciones a quienes, ejerciendo cargos de administración o dirección en la misma, sean responsables de la infracción:

- a) Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cifras: el 5 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 50.000.000 de pesetas.
- b) Suspensión en el ejercicio del cargo por plazo no superior a tres años.
- c) Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad por un plazo no superior a cinco años.
- d) Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier entidad de las previstas en el número 1 del artículo 84 o en una entidad de crédito por plazo no superior a diez años.

Cuando se trate de la infracción prevista en el apartado o) del artículo 99, se impondrá, en todo caso, la sanción recogida en el apartado a) anterior del presente artículo, sin que la multa pueda ser inferior a 5.000.000 de pesetas y, además, una de las sanciones previstas en los apartados b), c) o d) del mismo precepto.”

###### *Artículo 106*

“Además de la sanción que corresponda imponer al infractor por la comisión de infracciones graves, cuando la infractora sea una persona jurídica podrá imponerse una de las siguientes sanciones a quienes, ejerciendo cargos de administración o dirección en la misma, sean responsables de la infracción:

- a) Amonestación pública, con publicación en el Boletín Oficial del Estado.
- b) Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cifras: el 2 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 25.000.000 de pesetas.
- c) Suspensión en el ejercicio del cargo por plazo no superior a 1 año.”

Una vez reseñados estos preceptos fundamentales, pasaremos a analizar su ámbito de aplicación, sus similitudes y sus diferencias con sistemas afines de responsabilidad administrativa y los criterios para su aplicación.

## 2. Ámbito de aplicación

El ámbito de aplicación de los artículos 105 y 106 LMV viene determinado, a nuestro juicio, por la concurrencia de un doble conjunto de requisitos.

### 2.1. Requisitos objetivos

En un plano objetivo, son exigibles a nuestro juicio los requisitos siguientes:

#### 2.1.1. Personas que ejerzan cargos de “administración o dirección” en la infractora

En primer lugar, debe tratarse de personas que ejerzan cargos de “administración o dirección” en la infractora, expresión esta que debe ser convenientemente analizada. Su antecedente claro puede encontrarse en el artículo 1.4 LDIEC<sup>(39)</sup>; ahora bien, tal y como ha afirmado la Audiencia Nacional en Sentencia de 14 de mayo de 1998 (Ponente: F. Delgado Rodríguez) recaída en el asunto *CAB, S.A., S.V.B./Adolfo Prías Bertrán*, “...atendiendo la Sala a la remisión expresa del artículo 98 LMV a la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, sobre el ejercicio de la potestad

---

(39) Efectivamente, el artículo 1.4 LDIEC se refiere a “sus directores generales o asimilados, entendiéndose por tales aquellas personas que desarrollen en la entidad funciones de alta dirección bajo la dependencia directa de su órgano de administración o de comisiones ejecutivas o consejeros delegados del mismo”. Ello ha llevado a un sector de nuestra doctrina a afirmar que “...lo que se ha producido es una extensión del concepto tradicional de ‘administrador’ para abarcar no sólo a quienes no lo son en sentido estricto, sino también a quienes, aun por título jurídico distinto, desarrollan funciones equiparables en alcance y contenido...”. Vid. QUIJANO GONZÁLEZ, “Responsabilidad administrativa en la reciente legislación de crédito, seguro y mercado de valores: algunas cuestiones sustantivas”, RDBB, núm. 34, 1989, pp. 304-305.

sancionadora de la CNMV, es preciso determinar las personas responsables por la comisión de infracciones muy graves, con arreglo al artículo 15 de la segunda ley citada (LDIEC), que en virtud del principio de especialidad, determina la responsabilidad de quienes formen parte de los órganos colegiados de administración...”.

Con carácter general, el artículo 95.2 LMV ha venido a establecer que “ostentan cargos de administración o dirección en las entidades a que se refiere el párrafo anterior, a los efectos de lo dispuesto en este Capítulo, sus administradores o miembros de sus órganos colegiados de administración, así como sus Directores Generales y asimilados, entendiéndose por tales aquellas personas que, de hecho o de derecho, desarrollen en la entidad funciones de alta dirección”. Esta definición precisa de algunos comentarios.

#### A) Administradores

En cuanto a las personas que ejerzan cargos de administración, no parece que deba haber ninguna duda: se aplica a quienes tengan la condición legal de administrador de conformidad con la legislación mercantil aplicable a la persona jurídica de que se trate<sup>(40)</sup>.

Esta condición será la relevante a efectos sancionadores siempre que coincida con la comisión de los hechos imputados. En la Sentencia de la Audiencia Nacional de 22 de enero de 1998 (Ponente: F. Delgado Rodríguez) recaída en el asunto *GesMediterráneo*, y a pesar de tratarse de un expediente sancionador basado en la Ley y el Reglamento (Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre) de Instituciones de Inversión Colectiva, se manifestaba que “...la tardía dimisión de dos recurrentes, los Sres. C. y LL., posterior a la datación de los hechos objeto de las actuaciones, no puede constituir motivo exculpatario a su favor...”. Otra cuestión bien distinta es que el administrador o directivo hubiera presentado su dimisión con anterioridad a los hechos objeto del expediente sancionador y dicha dimisión no se hubiera reflejado en el Registro Mercantil, ni comunicado a la CNMV. En este supuesto, y siempre y cuando el dimisionario pueda acreditar por cualquier medio admitido en Derecho dicha dimisión, la falta de constancia en los registros públicos correspondientes ni le es imputable, ni debe ser en consecuencia sancionado por unos hechos en los que no tuvo intervención alguna.

Ahora bien, como veremos a continuación, existen una serie de supuestos concretos en los que la respuesta no resulta necesariamente tan sencilla o requiere matizaciones.

---

(40) Sobre el concepto de “administrador” en nuestro Derecho, por todos, puede verse SÁNCHEZ CALERO, *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, tomo IV *Administradores* (arts. 123-143), Madrid, 1994.

## a) Los administradores delegados.

La administración de una sociedad, sobre todo si es de gran envergadura, puede llegar a ser muy compleja. Esta circunstancia, junto a que el tráfico mercantil requiere que la toma de decisiones sea ágil, han llevado en la práctica a la multiplicación de la figura del administrador delegado<sup>(41)</sup>.

El Consejo de Administración es un órgano colegial que adopta decisiones en su seno previa deliberación de sus miembros; este proceso decisorio se ve retardado por el propio modo de funcionamiento del órgano. Para superar estas limitaciones derivadas de su propia naturaleza, los artículos 141 LSA y 124 RRM permiten la constitución de una Comisión ejecutiva o de uno o más consejeros delegados. Por ello, puede decirse que la delegación consiste esencialmente en la posibilidad de que el Consejo de administración permita a uno o a varios de sus miembros el ejercicio de atribuciones, que son específicas de aquél, sin necesidad de respetar pautas y formalidades entorpecedoras y dilatorias de la gestión social, de las que no puede prescindir el Consejo por su condición de órgano colegiado.

La delegación sólo podrá darse cuando así lo prevean los estatutos sociales o, en caso de silencio de éstos, si lo estima conveniente el Consejo de Administración (art. 141 LSA). Dicha delegación sólo podrá tener lugar en el caso de que se encomiende estatutariamente la administración a un Consejo, nunca si se opta por las otras modalidades de administración que ofrece el art. 124 RRM.

La delegación se efectuará siempre a alguno o algunos de los miembros del Consejo, de tal modo que el delegado habrá de poseer previamente la condición de consejero [arts. 141.1 LSA y 124.2.d) RRM] y, por tanto, la de administrador. La delegación de facultades puede ser permanente o transitoria. En el primero de los casos se exige el voto favorable de las dos terceras partes de los componentes del Consejo. En el segundo supuesto, ante el silencio del precepto, la doctrina ha entendido que basta con el simple acuerdo favorable adoptado por mayoría de los presentes.

Realizada la delegación, los consejeros tendrán una suma de facultades que, aunque pertenecen al Consejo en su conjunto, no corresponden a los restantes consejeros considerados individualmente. Ya que los mismos sólo podrían poseer las atribuciones delegadas en cuanto componentes del *collegium* y, en consecuencia, sin ninguna virtualidad ni concreción personal. El delegado es

---

(41) Sobre la figura del administrador delegado pueden consultarse los trabajos de CRISTÓBAL MONTES, *La administración delegada de la sociedad anónima*, Pamplona, 1977; IGLESIAS PRADA, *Administración y delegación de facultades en la sociedad anónima*, Madrid, 1971; RODRÍGUEZ ARTIGAS, *Consejeros Delegados, Comisiones Ejecutivas y Consejos de Administración*, Madrid, 1971.

un administrador, y, por tanto, continuará participando en las tareas del Consejo, respecto de las cuales será un simple miembro más de éste, pero al mismo tiempo tendrá un cometido diferente y propio, en cuya realización no podrán intervenir los otros administradores no delegados.

La doctrina ha puesto de manifiesto que este proceso, a la vez que inevitable y necesario, no está exento de riesgos y peligros frente a la sociedad: “la concentración del poder real del ente societario en una sola o en pocas personas lleva aneja la posibilidad de la desviación y abuso en el ejercicio del mismo, con daño del propio ente societario, que puede ver entregado su destino a ejecutivos poco escrupulosos...”<sup>(42)</sup>. No conviene olvidar que a pesar de la existencia de facultades indelegables queda un amplísimo margen para la delegación, ya que el art. 149.1 RRM establece que son susceptibles de delegación todas las facultades legal y estatutariamente delegables. De este modo, aun cuando el Consejo de Administración puede decidir si delega o no las facultades representativas, en el caso de que las delegue no puede restringirlas, siendo de aplicación el art. 129 LSA. Puede configurar la titularidad orgánica de la potestad representativa (por ejemplo, delegando en dos administradores mancomunados), pero no puede restringir el contenido del poder de representación más allá de los límites legales o estatutarios.

En consecuencia, a efectos sancionadores, la implicación de tener la condición de administrador delegado llevará lógicamente aparejado un mayor grado de exigencia y, por ende, de responsabilidad por la especial trascendencia del cargo y la presunción derivada del mismo de su implicación directa en todas las decisiones importantes de la sociedad. En la práctica, ello ha actuado como circunstancia agravante de la responsabilidad o, al menos, como circunstancia que ha impedido la moderación de la sanción en atención al principio de proporcionalidad.

b) Administradores no inscritos en el Registro Mercantil.

En el caso de ejercicio de funciones administrativas por administradores cuyo nombramiento no ha sido inscrito en el correspondiente Registro Mercantil sí podemos considerar a estas personas auténticos administradores de derecho. Ello porque los arts. 125 LSA y 58.4 LSRL condicionan la eficacia del nombramiento únicamente a la aceptación de éste, sin fijar requisito alguno de forma.

Ciertamente se impone la obligación de inscribir en el Registro Mercantil los nombramientos de los administradores, si bien la omisión de tal inscripción no hace ineficaz el nombramiento a efectos internos. Así lo puso de manifiesto la DGRN en su Resolución de 3 de marzo de 1986, al manifestar lo siguiente:

---

(42) CRISTÓBAL MONTES, cit. supra, p. 688.

“... Es obligatoria la inscripción en el Registro Mercantil del cargo de administrador, no siendo inscribibles los actos que pueda otorgar hasta tanto se verifique aquélla, quedando a salvo cuando se trate de actos internos de la sociedad, para los que *el nombramiento del administrador es eficaz desde su aceptación.*”

Se puede afirmar, pues, que la falta de inscripción registral afectará en todo caso a su eficacia, pero nunca a su validez.

Respecto de este problema de la falta de inscripción del nombramiento de administrador, la Sentencia del Tribunal Supremo de 17 de noviembre de 1998 (Ponente: O. González González) recaída en el asunto *C. Romero Gil-Delgado/ General de Mediación y Bolsa SVB* ha sido tajante en este punto al manifestar lo siguiente:

*“...no puede invocarse la falta de participación en los hechos por la circunstancia de no haberse inscrito su nombramiento en el Registro Mercantil, pues aceptado el cargo, al margen del problema jurídico acerca de la naturaleza de la inscripción, los hechos probados, que no han sido negados, dejan constancia de la actitud omisiva del recurrente y de su reflejo activo en sus informes al Consejo de Administración, lo que de suyo significaba que implícitamente reconocía su ejercicio y debía desarrollar sus funciones, datos de por sí suficientemente demostrativos de la culpabilidad que derivaba de la aplicación del artículo 15.2.b) LDIEC, por su cualidad de órgano ejecutor de las decisiones de la entidad, aun cuando faltara constancia formal de la inscripción registral...”*

A nuestro juicio, esta sentencia es suficientemente clara y contundente como para dejar resuelta esta cuestión.

c) Administradores de derecho de las personas jurídicas designadas administradoras de la sociedad fraudulentamente administrada.

Como es sabido, los administradores pueden ser personas físicas o jurídicas; así lo expresa el art. 125 LSA relativo a la aceptación e inscripción del nombramiento de los administradores al señalar que en el Registro Mercantil se hará constar sus nombres, apellidos y edad, si fueran personas físicas, o su denominación social, si fueran personas jurídicas. En estos casos, es decir, en los que el cargo de administrador corresponda a una persona jurídica, ésta actuará a través de su representante, y será éste, en virtud del carácter personal de la responsabilidad administrativa, quien deba responder en su caso como autor de la infracción de la normativa del mercado de valores en calidad de administrador de derecho, puesto que, al ser administrador de derecho de la persona jurídica que ostenta la condición de administradora, se puede afirmar que la

persona física, en tanto órgano social del ente moral, es en sí misma la propia persona jurídica. En otras palabras, cuando actúa la persona física administradora de derecho de la sociedad está actuando la propia sociedad y si ésta es por ley administradora de derecho, también lo son sus órganos, a saber, sus administradores de derecho. Ello no obstante, como ha señalado ALONSO UREBA, no debe impedir que se puedan imputar a la persona jurídica las consecuencias patrimoniales de la actuación de su representante en la sociedad perjudicada<sup>(43)</sup>.

d) Nombramiento de administradores que ejercen el cargo sin haberlo aceptado expresamente.

Estos supuestos han sido tratados por algunos autores como ejemplos de administración de hecho<sup>(44)</sup>. Tal argumentación se basa en que si para ser administrador de derecho es preciso el nombramiento y la aceptación del cargo, en ausencia de esta última no se posee tal cualidad. Sin embargo, nos inclinamos por que estamos en presencia de administradores de derecho pues, si bien es cierto que la ausencia de aceptación del nombramiento determina la inexistencia de la condición de administrador, no lo es menos que si la persona nombrada para tal cargo ejerce las funciones del mismo existirá, como mínimo, una aceptación tácita del cargo. Y en la medida en que ésta no está sujeta a requisito alguno de forma, resulta cuanto menos discutible que en tales supuestos no exista aceptación.

e) Ejercicio de funciones administrativas después de expirar el plazo de designación y hasta que se convoque o transcurra el plazo legal para convocarla.

Uno de los supuestos más problemáticos que se plantean en la práctica es, sin duda, el de aquellos administradores que continúan actuando en el tráfico después de transcurrido el plazo de duración en el cargo fijado en los estatutos sociales.

El cómputo del plazo de caducidad no se realiza desde la fecha del nombramiento hasta la fecha de expiración, sino de Junta a Junta. De este modo, aunque haya expirado el plazo para el que fue nombrado el administrador, no cesará automáticamente en el cargo, sino que continuará en sus funciones hasta que

---

(43) ALONSO UREBA, "Presupuestos de la responsabilidad social de los administradores en una sociedad anónima", RDM, núm. 198, 1990, p. 655.

(44) SÁNCHEZ ÁLVAREZ, *Los delitos societarios*, Pamplona, 1996, pág. 60-61; RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, *La responsabilidad penal del administrador desleal y los delitos societarios*, Madrid, 1997, p. 115.

se reúna la próxima Junta general, ordinaria o extraordinaria (art. 145.1 RRM). Se pretende con ello garantizar la estabilidad y permanencia del órgano de administración, impidiendo la paralización de la propia sociedad. Así, cuando haya expirado el plazo para el que fueron nombrados los administradores, éstos continuarán en el cargo hasta la celebración de la próxima Junta General, y durante este tiempo serán administradores, pero no de hecho, sino de derecho, ya que tal previsión es normativa<sup>(45)</sup>.

f) Administradores incursos en prohibiciones legales (arts. 124 LSA y 58.3 LSRL).

La consideración como administradores de hecho o de derecho de las personas que ejercen el cargo estando incursas en alguna de las prohibiciones legales contempladas en los arts. 124 LSA y 58.3 LSRL es una cuestión controvertida.

Así, por una parte, algunos autores asimilan estos supuestos a los de administradores con designación inválida, de modo que el cumplimiento de una prohibición legal de carácter imperativo de ser administrador determina la consiguiente nulidad del nombramiento, por lo que, en consecuencia, no puede tratarse de administradores de derecho, sino, más propiamente, de hecho<sup>(46)</sup>.

Sin embargo, entiendo preferible la posición contraria, por la cual la proclamación de nulidad contenida en el art. 6.3 del Código Civil de los actos contrarios a normas prohibitivas, se efectúa “salvo que en ellas se establezca un efecto distinto para el caso de contravención”. Esto es precisamente lo que ha hecho el art. 132.1 LSA —*Separación. Supuestos especiales*— para los supuestos ahora comentados, pues tal precepto contempla la destitución de los administradores incursos en tales prohibiciones, pero condicionándola a la petición de cualquier accionista. Con ello parece darse validez al carácter de auténticos administradores de estas personas. Así, el propio art. 132.1 LSA se refiere a “los administradores que...”. Del mismo modo, al establecer la destitución del administrador se viene a reconocer su condición, pues sólo puede destituirse de un cargo a quien en derecho lo ostenta.

---

(45) Por todos, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, “El régimen de responsabilidad de los administradores en la Ley de Sociedades Anónimas: supuestos, principios y problemas”, en *Boletín Il. Coleg. Abogados Madrid*, núm. 5, 3ª época, 1997, p. 47.

(46) Por todos, QUIJANO GONZÁLEZ, *La responsabilidad civil de los administradores de la Sociedad Anónima*, Valladolid, 1985, pp. 351 y ss.

g) Administradores de hecho.

Debe hacerse referencia al concepto de “administrador de hecho”, figura esta que ha sido profusamente analizada por nuestra doctrina penalista a la hora de tratar del “actuar en lugar de otro”, hoy regulado por el artículo 31 del Código Penal <sup>(47)</sup>. Mientras que el Código Penal recoge la dualidad conceptual administrador de derecho/administrador de hecho, dando a ambos conceptos equivalencia normológica para los supuestos regulados en estas normas, la cuestión no es tan clara en el ámbito del Derecho Administrativo sancionador. Efectivamente, si bien el concepto de “administración fáctica” tiene un núcleo de significación reconducible a los supuestos del administrador cuyo nombramiento es ineficaz (v.gr., sociedad no inscrita, nombramiento no inscrito, nulidad civil del nombramiento, nulidad de la sociedad), la realidad económico-empresarial ofrece una rica constelación de casos donde los problemas de imputabilidad son ciertamente interesantes. Así, por ejemplo, la asunción de hecho de la actividad de administrador con el consentimiento de los socios o los supuestos en los que se utiliza la figura de un “testaferro” —quien, además de conducir fácticamente el desarrollo de los negocios de la empresa, tiene un dominio sobre el administrador de derecho— plantean interesantes cuestiones no exentas de complejidad. En términos generales, tratándose de un Derecho sancionador, el respeto por los principios de tipicidad y de legalidad, así como la prohibición de la interpretación analógica de los tipos sancionadores, nos lleva a concluir que no cabe extender la responsabilidad administrativa a los administradores de hecho de la persona jurídica sancionada. En la práctica, el problema resulta prácticamente académico por la dicción literal del propio artículo 95.2 LMV, donde se admite expresamente la responsabilidad del “directivo de hecho”, al incluir a aquellas personas que, de hecho o de derecho, desarrollen en la entidad funciones de alta dirección.

B) Directivos

Respecto de las personas que ejercitan “cargos de dirección”, la delimitación resulta ciertamente más compleja. Por una parte, la referencia realizada por el legislador en el artículo 95.2 LMV a la realización de funciones de “alta dirección” parecería dar a entender que se han pretendido equiparar con aquellos ejecutivos cuya relación laboral se rija por el Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto, sobre relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección. Sin entrar a profundizar en las notas que tipifican este tipo de relaciones

---

<sup>(47)</sup> Por todos, GARCÍA CAVERO, *La responsabilidad penal del administrador de hecho de la empresa: criterios de imputación*, Barcelona, 1999.

laborales, cuestión que excede del objeto del presente estudio, esta equiparación parece excesivamente formalista y no tiene respaldo normativo alguno, como también sería formalista circunscribir la calificación de “Director General” únicamente a quien tenga dicha calificación en su tarjeta de visita de la empresa. En consecuencia, y sin que ello suponga hacer una indebida extensión analógica de una norma en el ámbito sancionador, somos de la opinión de que todas aquellas personas que, aun sin tener relación laboral con la persona jurídica sancionada<sup>(48)</sup>, ejerciten poderes generales inherentes a la titularidad jurídica de la empresa referidos al conjunto de su actividad, y actúen con autonomía y plena responsabilidad, únicamente limitados por las instrucciones y competencias directas del órgano de administración, podrán ser considerados como incluidos en el ámbito de aplicación de la norma analizada. Así lo entendió la Sentencia de la Audiencia Nacional de 11 de marzo de 1994 (Ponente: A. Roldán Herrero) recaída en el asunto *E. Pastor/Eurocapital SVB*, quien tomó en cuenta que el expedientado era “Director General de Asesoría Legal y Fiscal”, sin que la Sala diera crédito a las alegaciones de que se trataba de un “simple abogado sin formación financiera específica”.

Existen pronunciamientos jurisprudenciales en materia de responsabilidad administrativa de administradores de entidades de crédito en los que se valora de modo especial esta cuestión. Así, la Sentencia del Tribunal Supremo de 23 de noviembre de 1998 (Ponente: O. González)<sup>(49)</sup>, al abordar los argumentos exculpatorios del Vicepresidente de un banco consistentes en afirmar que era completamente ajeno a las funciones ejecutivas y que todas ellas recaían en el Presidente y el Director General, destaca que el expedientado tenía un contrato suscrito con la entidad bancaria de personal de alta dirección del Real Decreto 1382/1985. Por ello, tras analizar el contrato, rechaza que las funciones del Vicepresidente fueran meramente honoríficas, destacando su carácter claramente ejecutivo.

Más compleja se presenta la delimitación del concepto de “asimilados” a Directores Generales, especialmente de aquellos que “de hecho”, desarrollen en la entidad funciones de alta dirección. En estos casos, parece inevitable acudir a un análisis puramente casuístico al objeto de poder determinar quién, *de facto*, ejercitaba en la persona jurídica sancionada determinadas funciones equiparables a las de un administrador o un directivo.

---

(48) Es cada vez más frecuente constatar cómo, por razones fiscales, los altos directivos suelen tener contratos mercantiles de arrendamiento de servicios con la sociedad, en donde el que figura como prestador de los servicios es frecuentemente una sociedad mercantil y ni siquiera el directivo.

(49) El Derecho, ref. 98/30321.

### 2.1.2. Sanción conjunta de la persona jurídica

El segundo de los requisitos objetivos es que la persona jurídica debe haber sido previamente objeto de sanción aunque la misma no se haya hecho efectiva debido a la aplicación, entre otras posibilidades, del artículo 98.6 LMV que contempla la posibilidad de que “el Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV, pueda condonar, total o parcialmente, o aplazar el pago de las multas impuestas a personas jurídicas cuando hayan pasado a estar controladas por otros accionistas después de cometerse la infracción, estén incurso en un procedimiento concursal, o se den otras circunstancias excepcionales que hagan que el cumplimiento de la sanción en sus propios términos atente contra la equidad o perjudique a los intereses generales”.

La jurisprudencia ha reiterado que esta responsabilidad no se configura de forma alternativa sino de forma acumulada, de tal suerte que debe apreciarse la existencia de culpabilidad en ambas<sup>(50)</sup>.

En este sentido, no parece haber cabida alguna para sancionar al administrador como tal cuando se sobresea el expediente sancionador a la persona jurídica. El tema se planteó por la Audiencia Nacional en Sentencia de 4 de marzo de 1994 (Pte. Requero Ibáñez) recaída en el asunto *J. Soto López-Dóriga/Banco Ibercorp*, cuyo fallo resulta ciertamente criticable. En este supuesto, la Sala interpretó el término “además” recogido por el artículo 12 LDIEC en relación con la aplicación del artículo 15 LDIEC<sup>(51)</sup>, lo que da a entender, como ya hemos visto, que la responsabilidad administrativa de la persona jurídica constituye un requisito previo inexcusable para poder sancionar a las personas jurídicas que ocuparen cargos de administración o dirección. Pues bien, a pesar de admitir que “...pudiera resultar chocante que se sobresea el expediente respecto del Banco (...) y no respecto de algunos miembros del Consejo de Administración, pero tal dato (...) no puede ni deber ser anulado por sobreseer el expediente respecto del Banco pues de haber ilegalidad en tal decisión implicaría anular el acto sólo en tal aspecto, manteniendo la declaración de responsabilidad y consiguiente sanción al demandante...”.

---

(50) Vid, por ejemplo, sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Madrid de 10 de abril de 1995 (Ponente: B. Santillán Pedrosa) recaída en el asunto *Eurocapital SVB*; sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Madrid de 11 de mayo de 1995 (Ponente: J.M. Massigoge Benegiu) recaída en el asunto *Sistemas Financieros*.

(51) Esta expresión “además” es precisamente la que encabeza el tenor literal del artículo 105 LMV.

### 2.1.3. Tipificación de la sanción impuesta a la persona jurídica

Finalmente, se exige que la infracción cometida por la persona jurídica sea de naturaleza muy grave o grave, lo que excluye toda responsabilidad de sus administradores y directivos como consecuencia de la comisión de cualquiera de las infracciones leves tipificadas por el artículo 101 LMV.

### 2.2. Requisitos subjetivos.

No se extiende automáticamente la responsabilidad a todas las personas que ocuparan cargos de administración o dirección en la persona jurídica infractora sino únicamente a las “personas responsables” de la infracción. Esta noción de “responsabilidad” por la infracción es directamente reconducible al problema del principio de culpabilidad que, como tendremos ocasión de examinar a lo largo del presente trabajo, constituye precisamente uno de los problemas centrales relacionados con la responsabilidad de los administradores y directivos.

## V. FUNDAMENTO DE LA RESPONSABILIDAD CONJUNTA

Inspirada en su redacción originaria en los principios que configuraron la Ley 26/1998 sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito (LDIEC), la LMV consideró originariamente como sujeto infractor por excelencia a las personas jurídicas y previó solamente en dos casos la sanción a las personas físicas: (i) cuando hubiesen actuado por cuenta propia; y (ii) excepcionalmente, cuando hubiese actuado por cuenta de una entidad supervisada, exigiéndose en este último caso la responsabilidad con carácter derivado de la que con carácter principal se derivaría frente a la persona jurídica. Posteriormente, a partir de la entrada en vigor de la normativa contenida en la Ley 3/1994, de 14 de abril, se modificó el esquema anterior de tal suerte que las personas físicas y jurídicas quedaron en posición de igualdad a los efectos de la aplicación del régimen sancionador.

Como ya hemos visto, ambas responsabilidades pueden exigirse en un mismo expediente sancionador y ello nos lleva a preguntarnos acerca de las razones que subyacen a esta extensión de responsabilidad a los administradores por las infracciones cometidas por las personas jurídicas de cuyo órgano de administración forman parte.

Con carácter preliminar, quizás deba precisarse que la cuestión no es ni mucho menos baladí toda vez que el establecimiento de un sistema de responsabilidad conjunta no tiene aparentemente excesivo encaje con los principios generales de nuestro Derecho punitivo y, especialmente, con el principio de personalidad de las penas, que exige la individualización de la sanción solamente en

las personas responsables. En este sentido, como cuestión de principio, solo cabe un infractor, que será la persona jurídica sancionada o sus administradores, pero no ambos a la vez. Quiere ello decir que si se admite un sistema de doble sanción, uno de los dos sancionados no estará respondiendo a título propio sino ajeno, con lo que quebraría el principio de personalidad de las penas. La solución propuesta por SUAY RINCÓN al abordar de los preceptos similares en la LDIEC permite, en alguna medida, salvar este problema; efectivamente, entiende el autor citado que la responsabilidad conjunta puede acordarse caso de que tantos unas como otras hayan faltado a sus respectivos deberes. En este caso, “la responsabilidad surge como consecuencia de actos propios y no ajenos, por lo que no se está respondiendo por los mismos hechos, sino por hechos que caen dentro de las respectiva esfera de deberes que incumben, de una parte, a la persona jurídica, y de otra, a las personas físicas”<sup>(52)</sup>.

Esta construcción ha sido plenamente respaldada por nuestra jurisprudencia. Así, la Sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Madrid de 11 de mayo de 1995 (Ponente: J.M. Massigoge Benegiu) recaída en el asunto *Sistemas Financieros*, afirmaba que “...lo realmente importante es que esta responsabilidad de las personas físicas y jurídicas no se configura de forma alternativa, sino de forma acumulada; de tal manera que esta responsabilidad conjunta sólo podrá acordarse cuando, tanto la persona jurídica como la persona física, haya faltado a sus respectivos deberes. Así, la norma lo que persigue es castigar tanto a la persona jurídica que indebidamente se ha beneficiado con la comisión de la infracción, como a la persona física que incumpliendo con sus deberes de actuación conforme a Derecho, la ha adoptado...”.

Hechas estas precisiones y en términos generales, se han ofrecido los siguientes tipos de justificaciones para dicho sistema de responsabilidad conjunta<sup>(53)</sup>.

### 1. Eficacia de la sanción

La experiencia pasada en entidades de crédito puso de manifiesto que estructurar el sistema sobre la única base de sanciones de tipo institucional resultó ser frecuentemente inoperante. En alguno de sus Informes Anuales, la propia CNMV ya subrayó este problema, poniendo de manifiesto cómo muchas de las

---

(52) SUAY RINCÓN, “Artículo 12”, en AA.VV., *Comentarios a Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito*, 2ª ed., (Dir. T.R. Fernández), Madrid, 1991, p. 66.

(53) Sobre este aspecto, pueden verse los trabajos de T.R. FERNÁNDEZ GARCÍA, cit., p. 22; SUAY RINCÓN, cit. supra, pp. 65-67; S. MARTÍN-RETORTILLO BAQUER, “Reflexiones sobre la Ley de Disciplina e Intervención Bancaria”, RAP, vol. 118, 1989, pp. 20-23; FRANCH I SAGUER, *Intervención administrativa sobre Bancos y Cajas de Ahorros*, Madrid, 1992, p. 341.

irregularidades vienen frecuentemente provocadas por una previa situación de dificultad de la entidad infractora por lo que, con la respuesta represiva, se agrava aún más esta situación, pudiendo llegar a perjudicarse intereses de terceros (v.gr., acreedores, trabajadores). En segundo lugar, no debe olvidarse que son siempre personas físicas concretas las que, con su actuación, provocan la responsabilidad de las entidades. Este sistema ha sido criticado por la doctrina administrativista por ser contraproducente y no tener justificación alguna<sup>(54)</sup>. En definitiva, se ha buscado lograr una mayor eficacia del sistema, extendiendo directamente el cuadro sancionador a los administradores y directivos.

## **2. Relación de sujeción especial: las llamadas “sanciones de autoprotección”**

La delimitación de las llamadas “relaciones de sujeción especial” ha sido objeto de pormenorizada atención por nuestra doctrina administrativista<sup>(55)</sup>. Se trata de una construcción que surge en la doctrina alemana como categoría que permite hablar de potestades administrativas ejercidas con una mayor intensidad dentro de un ámbito específico: funcionarios, reclusos y concesionarios. Pues bien, a este concepto se llega como consecuencia de la necesidad de encontrar un título que justifique la exorbitancia con que los poderes administrativos se manifiestan en determinados sectores, en buena medida debido a las propias deficiencias del ordenamiento<sup>(56)</sup>.

De la delimitación doctrinal y posteriormente jurisprudencial del concepto de “relaciones de especial sujeción”, la propia jurisprudencia acuña el concepto de “sanciones de autoprotección”. Así, la Sentencia de la Audiencia Nacional de 1 de julio de 1985 alude a la necesidad de “distinguir en la dilatada y compleja gama de las sanciones administrativas aquellas que, por establecerse en relaciones generales de poder Administración-ciudadanos (...) de aquellas otras variadas en que las sanciones se producen como consecuencia de infracciones en ciertas relaciones especiales de poder propias de los ámbitos de autoprotección administrativa...”. Tal distinción tiene, a juicio del Tribunal, una consecuencia ciertamente relevante en una cuestión tan capital para el Derecho sancionador y los principios constitucionales que deben informarlo, como es el del

---

(54) En este sentido, Fuertes López se ha pronunciado en contra de la acumulación de sanciones, favoreciendo la imposición a los administradores o directivos responsables y únicamente de modo subsidiario para la entidad. Vid. FUERTES LÓPEZ, *La Comisión Nacional...*, cit. supra, p. 279.

(55) GARCÍA MACHO, *Las relaciones de sujeción especial en la Constitución Española*, Madrid, 1992; MICHAVILA NÚÑEZ, “Las relaciones especiales de sujeción en el sector crediticio y Estado de Derecho”, REDA, núm. 54, 1987, pp. 243 y ss.

(56) MICHAVILA NÚÑEZ, cit. supra, pp. 246-247.

alcance de la necesidad de cobertura legal impuesta por el artículo 25 CE. En este sentido, el Tribunal reconoce que para el primer tipo de sanciones “por evidente analogía con las sanciones penales” han de aplicarse unos “requisitos legales análogos a éstas como consecuencia de principios comunes al derecho sancionador general”. Sin embargo, para las denominadas sanciones de autoprotección, establece un criterio de enorme trascendencia según el cual aun “partiendo sin duda del principio de legalidad que exige que sea la ley quien otorgue autorización sancionatoria y determine sus principios generales (competencia, alcance, naturaleza y gravedad de las sanciones, v. gr.) permite también la delegación legislativa para la tipificación de las infracciones, la graduación de las sanciones, etc.”

En el mismo sentido, se pronuncia la Sentencia de la Audiencia Nacional de 13 de junio de 1986 donde se recoge que “cabe distinguir dos tipos diferentes de infracciones y sanciones administrativas, por una parte las llamadas ‘sanciones de protección del orden general o gubernativas’, y, por otra las denominadas ‘sanciones de autoprotección’ directamente derivadas de las aludidas ‘relaciones especiales de poder’. Así como respecto de las primeras —sanciones gubernativas—, es claro el paralelismo de exigencia normativa con los supuestos de infracciones penales, donde ha de exigirse la forma de ‘ley’, no ocurre otro tanto cuando se trata, como en el caso que ahora nos ocupa, de ‘sanciones de autoprotección’ directamente derivadas del incumplimiento de las ‘relaciones especiales de poder’ citadas; en efecto, aunque la regla general en materia sancionadora ha de ser la reserva de ley, las infracciones y sanciones de ‘autoprotección’, al no poder afectar tanto a los derechos y libertades de los ciudadanos en general como a situaciones nacidas de la ‘relación especial’ en la que se puede encontrar una persona con la Administración, ello abona la posibilidad de regulación reglamentaria de esta clase de infracciones y sanciones”.

Dejando al margen las serias dudas que plantea el empleo arbitrario por parte de la Administración del concepto de “relaciones de especial sujeción” en el ámbito sancionador, la calificación de “sanciones de autoprotección” realizada respecto de las sanciones administrativas del sector crediticio, así como la legitimidad de rebajar para este tipo de sanciones de autoprotección la exigencia constitucional del principio de legalidad que el artículo 25 de la Constitución impone en materia sancionadora<sup>(57)</sup>, lo cierto es que esta línea argumental ha sido recientemente acogida en el ámbito del Derecho sancionador del mercado de valores por la Sentencia de la Audiencia Nacional de 14 de febrero de 1998 (Ponente: F. Delgado Rodríguez) recaída en el asunto *R. Ruiz del Cueto/UGF* en

---

(57) Sobre este particular, pueden verse las interesantes reflexiones de GARCÍA MACHO, “Sanciones administrativas y relaciones de especial sujeción”, REDA, núm. 72, 1991, pp. 515 y ss.

la que se manifestaba que "...las relaciones de sujeción especial, entre las que se encuentra la ahora enjuiciada, (...) tienen una disciplina y vigilancia más rigurosa que las de carácter ordinario, al concurrir un conjunto de intereses sociales y económicos que precisan de una mayor protección, con superior intensidad y eficacia, estando garantizado por la CNMV".

### 3. Teoría del garante

Desde las primeras sentencias en materia contencioso-administrativa recaídas por la comisión de infracciones de la normativa sobre mercados de valores, los tribunales vienen aplicando los artículos 95 y 105 LMV para establecer sin ambages la responsabilidad de los administradores por las infracciones cometidas por las personas jurídicas a cuyo órgano de administración pertenecían.

#### 3.1. Antecedentes: la doctrina de la "gatekeeper liability"

Al amparo de determinadas corrientes doctrinales, y especialmente el análisis económico del Derecho<sup>(58)</sup> y las teorías de la "empresa" (*firm*)<sup>(59)</sup>, han proliferado a lo largo de estos últimos años los análisis de la racionalidad económica y sentido jurídico en el establecimiento de sistemas de responsabilidad sobre determinados agentes económicos que, sin tener implicación alguna en la comisión de una infracción o delito, ni derivar de dicha comisión beneficio propio alguno, son no obstante legalmente responsables de las consecuencias que se deriven de dicha comisión. Con ello se persigue reforzar el cumplimiento de determinados objetivos legislativos considerados como importantes. La cuestión, en definitiva, pasa por determinar si mediante la imposición de responsabilidad por la comisión de una infracción a un tercero ajeno a la misma se logra con ello prevenir su ocurrencia<sup>(60)</sup>. De un modo más concreto, nos referiremos aquí únicamente a aquellos sistemas que tienen por objeto prevenir la

---

(58) Sobre el movimiento de "law & economics", por todos en nuestro país, PASTOR, *Sistema jurídico y economía. Una introducción al análisis económico del Derecho*, Madrid, 1989.

(59) Por todos, puede verse la recopilación de algunos de los principales trabajos de COASE *The firm, the market and the law*, Chicago, 1988.

(60) Esta reflexión general se enmarca dentro de las denominadas por la doctrina anglosajona *third-party enforcement strategies* y cubren un espectro muy amplio de técnicas preventivas. Sobre este particular, nos remitimos a los siguientes trabajos de Kraakman, en los cuales están en gran medida inspiradas las reflexiones que siguen. Vid. KRAAKMAN, "Gatekeepers: the anatomy of a third-party enforcement strategy", J.L. ECON & ORG., vol. 2, 1986, p. 53 (en adelante KRAAKMAN, "Gatekeepers"); KRAAKMAN, "Corporate liability strategies and the cost of legal controls", YALE L. J., vol. 93, 1984, p. 857.

comisión de infracciones mediante la imposición de responsabilidad a aquellos terceros que, retirando su colaboración o apoyo al infractor, pueden prevenir la ocurrencia de la infracción; en el ámbito anglosajón, se trata de la doctrina conocida como *gatekeeper liability*<sup>(61)</sup>, de la cual encontramos algunas manifestaciones en nuestro ordenamiento jurídico<sup>(62)</sup>.

Excedería con mucho del ámbito de este estudio realizar un análisis detallado de las bases y condiciones necesarias para poder instaurar un sistema de

---

(61) Vid. KRAAKMAN, “Gatekeepers”, cit. Por ello, son *gatekeepers* en sentido más estricto aquellos que pueden impedir la ocurrencia de la infracción si dejan de prestar sus servicios de colaborar con el infractor. Ello debe matizarse puesto que, dentro de los propios sistemas de *gatekeeping*, Kraakman distingue entre los “bouncer regimes”, que son aquellos en los cuales el “gatekeeper” puede excluir al infractor del mercado en cuestión, de los *chaperone regimes*, que son aquellos que dificultan al potencial infractor sus actividades ilícitas. Un ejemplo de *bouncer regime* es la responsabilidad impuesta a los establecimientos que comercializan bebidas alcohólicas por el estado de embriaguez de menores de edad originado en sus establecimientos; así, por ejemplo, el portero de una discoteca encargado de comprobar la edad de las personas que desean acceder al establecimiento actúa de “gatekeeper” de la prohibición de que los menores de una determinada edad consuman bebidas alcohólicas en establecimientos públicos. Por otro lado, un ejemplo de “chaperone regime” es precisamente la obligación impuesta a los auditores de comprobar la adecuación de las cuentas. Podrá negarse a prestar su conformidad o a emitir la correspondiente declaración o informe pero no impiden con ello al emisor su acceso al mercado de valores, puesto que siempre cabe la posibilidad de que este busque a otra entidad directora y a otro auditor más “dóciles”. *Nota:* El término *gatekeeper* tiene mala traducción en nuestro idioma, salvo que se opte por la palabra “guardián” que no resulta plenamente satisfactoria. Pido por ello mis excusas al lector por el empleo reiterado de la expresión inglesa.

(62) Así, dentro del mismo ámbito de la emisión u oferta pública de valores mobiliarios, los auditores ofrecen un claro ejemplo. La Sección IV del RD 291/1992 establece la obligatoriedad para la entidad emisora de presentar los informes de auditoría de las cuentas anuales correspondientes a los dos ejercicios anteriores a la fecha en que vaya a procederse al registro de la emisión, formando estos a su vez parte integrante del folleto informativo. Pues bien, el ordenamiento jurídico configura a los auditores como auténticos *gatekeepers* en la medida en que, si los estados financieros de la entidad emisora no se adecuan a los principios generales de contabilidad y a los establecidos por el propio PGC, los auditores no podrán prestar su conformidad a las cuentas de la sociedad o bien harán constar sus objeciones mediante las correspondientes notas. Otro ejemplo puede encontrarse con la obligación impuesta a las entidades del mercado de valores por el artículo 3 del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, en relación con la adopción de reglamentos internos de conducta, de obligado cumplimiento para los empleados de la entidad sujeta y que deben recoger la imposición de sanciones para los supuestos de infracción, sin perjuicio de las que correspondiera imponer por infracción de la legislación sobre mercados de valores. En este caso, la entidad sujeta actúa como *gatekeeper* de la honestidad, corrección y diligencia de sus empleados. Sobre otro supuesto de aplicación de esta figura, puede verse nuestro anterior trabajo; vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, “Los reglamentos internos de conducta de las entidades y profesionales del mercado de valores: reflexiones en torno a una nueva figura”, en AA.VV., *El reto de las relaciones con inversores en los noventa*, Madrid, 1994, pp. 269 y ss.

“gatekeeping” eficaz<sup>(63)</sup>. Nos limitaremos, por ello, a analizar las manifestaciones de esta doctrina en la jurisprudencia contencioso-administrativa sobre responsabilidad de los administradores y directivos en materia del mercado de valores.

### 3.2. Delimitación jurisprudencial

Con relación a la responsabilidad de los administradores y la posición de garante que desempeñan en la actividad societaria, es de destacar la sentencia de la Audiencia Nacional de 22 de enero de 1998 (Ponente: F. Delgado Rodríguez) recaída en el asunto *Administradores de GesMediterráneo SGIIC* en la que, ante las alegaciones de los miembros del Consejo de Administración de la entidad sancionada, consistentes en fundar su exoneración de responsabilidad en el hecho de que no se reunieran durante el plazo de un año, la Sala considera la existencia de una falta de diligencia y menosprecio del cargo por el hecho de que el Consejo de Administración no se hubiera reunido en ese plazo. Es decir, este hecho no sólo no les exime de responsabilidad, sino que es considerado como una manifestación de actitud negligente en el cumplimiento del cargo, desidia calificable de especial gravedad cuando se trata de los integrantes del Consejo de Administración de una Sociedad Gestora de Inversión Colectiva, pues la falta de diligencia en el cumplimiento de las funciones no sólo puede ocasionar perjuicios para la entidad de la que son administradores, sino también a quienes hayan confiado su patrimonio a dicha Entidad Gestora.

Incide también en este asunto la sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de marzo de 1998 (Ponente: C.M. Montero Elena) recaída en el asunto *I. Ramírez Bañares/Banesto Fondos SGIIC (I)* en la que se resume de forma precisa la doctrina jurisprudencial en materia de responsabilidad de los administradores. Comienza la ejecutoria proclamando la aplicabilidad de los principios constitucionales del Derecho Administrativo Sancionador, lo que excluye la responsabilidad objetiva, pero añade, como principio general, el siguiente:

“...tanto en el ámbito penal como en el administrativo sancionador, es posible la exigencia de responsabilidad por la inactividad del sujeto, cuando el ordenamiento jurídico le impone una actuación positiva y especialmente, cuando lo sitúa *en posición de garante*; si bien, en todo caso, también esta conducta omisiva requiera la concurrencia del elemento intencional o negligente...”

---

(63) KRAAKMAN, “Gatekeepers”, cit., pp. 61 y ss.

La posición de garante de los administradores viene nuevamente recogida en la Sentencia de la Audiencia Nacional de 23 de abril de 1998 (Ponente: J. Guerrero Zaplana) recaída en el asunto *J. Sánchez Rincón/Gestión Integral de Patrimonios, S.A., S.G.C.* en la que, para el caso de los administradores de sociedades y agencias de valores, afirma que no puede aceptarse que un integrante del Consejo de Administración, con la obligación de honorabilidad personal y profesional que le impone el Real Decreto 1393/90, así como con los conocimientos adecuados a la actividad a desarrollar por una entidad, pueda ser ajeno a unas operaciones de notable importancia para la sociedad.

En la Sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de julio de 1998 (Ponente: M. Pedraz Calvo) recaída en el asunto *C. Entrena Palomero/Nebursa, S.V.B.*, y al tratar sobre la alegada infracción de los principios de culpabilidad y responsabilidad, la Sala venía a reiterar nuevamente esta doctrina, manifestando que el administrador tiene unas obligaciones inherentes al cargo porque "...la Ley le ha colocado en una situación de garante...". De igual manera, la Sentencia de la Audiencia Nacional (Ponente: M. Pedraz Calvo) de 11 de septiembre de 1998 recaída en el asunto *P. de la Nuez/Gestinpasa* venía a afirmar que "...la ley coloca [al administrador] en las situación de garante (al aceptar el cargo) y le ha encomendado la realización de las actividades necesarias y racionalmente posibles para cumplir la ley y para evitar la realización de uno o varios hechos constitutivos de ilícitos administrativos...".

A la vista de las resoluciones judiciales comentadas, se pone de manifiesto cómo las especiales obligaciones de diligencia y lealtad que recaen sobre los administradores derivan de esta singular posición de garantes de la legalidad en la actuación de las personas jurídicas a quienes representan o para quien trabajan.

## VI. EL PROBLEMA DE LA IMPUTACIÓN POTESTATIVA DE RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES Y DIRECTIVOS

Uno de los problemas centrales que plantea la redacción de los artículos 105 y 106 LMV es el de la determinación de los criterios determinantes de cuándo debe ir el reproche dirigido a la persona física y cuándo a la persona jurídica. En este sentido, no debe olvidarse que el empleo de la expresión "podrá" por parte del legislador parece dejar un amplio criterio de apreciación a la CNMV a la hora de incoar o no expediente sancionador al administrador o directivo.

En uno de sus recientes Informes Anuales, la CNMV manifestó que, pudiendo sancionarse a ambos, entendía que, con carácter general, no era necesaria la sanción acumulativa por lo que, según las circunstancias del caso, debería sancionarse a uno o a otro; por ello, sosteniendo el criterio de que no es necesaria la aplicación acumulativa de sanciones, la CNMV ha considerado lógico mantener el principio ya recogido en la redacción original de la LMV que no es otro que aplicar primero la exigencia de responsabilidad a la persona jurídica y exigir la responsabilidad a las personas físicas cuando concurren circunstancias especiales <sup>(64)</sup>.

Pues bien, a juicio de la CNMV, la apreciación de estas “circunstancias especiales” que implican la responsabilidad de las personas físicas que ocuparan cargos de administración o dirección en las mismas debe buscarse en los dos siguientes elementos: (i) la especial gravedad de la infracción, y (ii) el carácter doloso de la conducta. Por ello, en aquellos casos en los que la tipificación de la conducta revista el carácter de leve o grave, no procederá, en general, la aplicación de sanciones a las personas físicas, limitándose éstas a la persona jurídica, salvo que en la comisión se aprecie un dolo especial. Asimismo, la comisión de una infracción tipificada como “muy grave” traerá consigo la exigencia de responsabilidad a la persona física, además de la exigible a la jurídica, salvo que pueda probarse que actuó sin dolo.

Como ejemplos de la aplicación de estos criterios a casos concretos, la CNMV cita los siguientes.

Por una parte, está la Resolución de 21 de mayo de 1997 recaída en el asunto *Endesa*. En un contexto de rumores importantes sobre la inminente formulación por Endesa de una OPA sobre la sociedad Sevillana de Electricidad, la CNMV requirió de la entidad emisora la puesta a disposición del público de una “comunicación de hechos relevantes” <sup>(65)</sup>, confirmando o desmintiendo aquellos rumores. Según consta en la Resolución, Endesa proporcionó una información que demostró ser incompleta, provocando con ello una “irregular y peligrosa situación de asimetría en la información entre los agentes del mercado”. La CNMV entendió, sin embargo, que el suministro de información incompleta se produjo sin mediar intención de engaño por parte de los administradores y directivos de la sociedad quienes, ante un conflicto de intereses entre la transparencia de la información a suministrar y la confidencialidad para no poner en

---

<sup>(64)</sup> Vid. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *Informe Anual 1997*, Madrid, 1998, pp. 60-61.

<sup>(65)</sup> Sobre la obligación de los emisores de comunicar los hechos relevantes vid. artículo 82 LMV.

peligro la operación, optaron por esto último<sup>(66)</sup>. Siendo esto así, la CNMV apreció en esta conducta de los administradores, y al margen de la responsabilidad de la entidad, falta de diligencia debida pero un leve grado que no merecía reproche para ellos.

Por otra parte, se cita la Orden Ministerial de 23 de octubre de 1997 recaída en el asunto *Crédit Suisse*. Los hechos que motivaron la imposición de sanciones a la entidad fueron calificados como infracción muy grave por tratarse de una manipulación de precios en el mercado. A pesar de la gravedad de la conducta, la CNMV no formuló cargos contra los administradores y directivos de la entidad inculpada al considerarse que no hubo por su parte una conducta dolosa sino que los hechos resultaban directa y exclusivamente imputables a operadores de la entidad que, con su actuar, provocaron la responsabilidad institucional de la misma.

La interpretación administrativa ofrecida por la CNMV tiene la ventaja de que ofrece unas pautas informales sobre los criterios de aplicación de las normas sancionadoras a los administradores y directivos en aquellos casos en los que fuera sancionada la persona jurídica; desde esa perspectiva, pueden contribuir a crear una mayor seguridad jurídica. Ahora bien, tales criterios informales no dejan de presentar serias inconsistencias y errores de índole técnico-jurídica que no podemos dejar de poner de manifiesto.

En primer lugar, resulta ciertamente caprichoso y, por ello, arbitrario, el distingo que efectúa la CNMV entre infracciones leves o graves y las muy graves a los efectos de sancionar también a los administradores de la entidad sancionada. Y se trata de una arbitrariedad evidente porque la mayor o menor responsabilidad del administrador no puede en buena lógica venir determinada por la tipificación de la gravedad de la infracción de la entidad a cuyo órgano de administración pertenece toda vez que las razones de política jurídica que justifican la extensión de responsabilidad a los administradores obedecen a razones bien distintas. Lo determinante es el grado de culpabilidad de la persona física en cuestión que viene determinado por la implicación directa o indirecta del administrador en la comisión de la infracción, criterio este que parece introducir la propia CNMV al matizar que la apreciación de dolo “especial” (sic) conllevará la extensión de responsabilidad del administrador aunque la infracción

---

(66) En el contexto de negociaciones preliminares sobre una OPA o una fusión, el problema en que se encuentran los administradores, especialmente cuando se han producido filtraciones, no es nada fácil. En la doctrina norteamericana, ello ha llegado a generar un importante pronunciamiento por parte del Tribunal Supremo en el asunto *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 1988. Sobre esta cuestión, puede verse en nuestra doctrina el trabajo de GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELAZQUEZ, “Sobre la eficiencia del mercado de capitales. Una aproximación al Securities Law de los Estados Unidos”, en AA.VV., *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil en homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, tomo II, Madrid, 1994, pp. 979 y ss.

fuera leve o grave. No podemos dejar de señalar, no obstante, que se trata en este caso de un *distingo* que tiende a favorecer al administrador de la persona jurídica sancionada por lo que dudamos que su aplicación práctica resulte problemática, salvo en aquellos casos en los que, por aplicación del principio de “confianza legítima”, el administrador sancionado invoque este criterio administrativo informal y consiga acreditar que el dolo no existió<sup>(67)</sup>.

Mayor perplejidad suscita aún la práctica equiparación de la responsabilidad de persona jurídica y persona física en los supuestos de infracciones muy graves, especialmente por cuanto que se exige entonces de la persona física que pruebe que no medió dolo por su parte. Este criterio resulta, a nuestro juicio, doblemente incorrecto por las razones siguientes. En primer lugar, presupone una especial inversión de la carga de la prueba en perjuicio del administrador que vulnera el principio de presunción de inocencia. En segundo lugar, y por aplicación de los principios generales, el dolo no se presume nunca (v.gr. art. 1269 C. Civil) por lo que rezuma a *probatio diabolica* pretender que el administrador pruebe que actuó sin dolo<sup>(68)</sup>.

En definitiva, la imprecisión de la norma origina un considerable ámbito de discrecionalidad en la CNMV y la consiguiente falta de seguridad jurídica en la medida en que puedan ponerse de manifiesto situaciones de “agravio comparativo” por tratarse de casos iguales o análogos que reciban un tratamiento diferenciado. En este punto, debe traerse a colación la reciente sentencia del Tribunal Supremo (Sala 3<sup>a</sup>) de 8 de enero de 1998 (Ponente: S. Menéndez Pérez), en la que se ha recordado la doctrina del Tribunal Constitucional interpretando el artículo 25.1 de la Constitución, para reiterar que el principio de legalidad en materia sancionadora que en él se consagra comprende, entre otras cosas, una garantía de orden material y alcance absoluto, que refleja la especial transcendencia del principio de seguridad jurídica en este campo limitativo de la libertad individual. Esta garantía supone la imperiosa necesidad de predeterminación normativa de las conductas ilícitas y de las sanciones correspondientes; es decir, la necesidad de preexistencia de preceptos jurídicos (*lex previa*) que permitan predecir con suficiente grado de certeza (*lex certa*) qué conductas son las constitutivas de infracción y cuáles las sanciones aplicables a ellas (vid. SSTC

---

(67) Sobre el principio de confianza legítima y su aplicación al ámbito del Derecho Administrativo sancionador, puede verse la reciente monografía de CASTILLO BLANCO, *La protección de confianza en el Derecho Administrativo*, Madrid, 1998.

(68) Como afirmara recientemente el Tribunal Constitucional en sentencia de 11 de marzo de 1997 (asunto 45/1997; ponente M. Jiménez de Parga Cabrera), “...la carga de probar los hechos constitutivos de cada infracción corresponde ineludiblemente a la Administración Pública actuante, sin que sea exigible al inculpado una ‘probatio diabólica’ de los hechos negativos...”.

21 de diciembre de 1989, asunto núm. 219/89; 17 de diciembre de 1990, asunto núm. 207/1990).

Analizando desde los anteriores criterios el contenido de los artículos 95 y 96 LMV, la conclusión que se alcanza es que aquellos preceptos no satisfacen las exigencias de la repetida garantía material o mandato de tipificación. En efecto, no existe en dichos preceptos ninguna correlación objetiva entre las posibles infracciones y las sanciones a ellas aplicables. La construcción se deja enteramente en manos de la CNMV para cualquiera de las múltiples y variadas conductas infractoras que puedan resultar de la aplicación de ambos preceptos, pese a la naturaleza tan distinta de los tipos previstos (vid arts. 99 y 100 LMV), así como también, en las que lo permiten, la elección de su extensión o alcance. La predicción razonable acerca de si cabe esperar o no una sanción de la que pueda hacerse acreedor quien incurra en cualquiera de aquellas múltiples y variadas conductas no resulta del modo en que debería, ni se alcanza a percibir que tal predicción haya de surgir por razón de la naturaleza o contenido de la relación existente entre el sujeto infractor y la Administración. En definitiva, aquella exigencia de correlación o correspondencia a la que se refería el Tribunal Constitucional está ausente en el régimen legal que se examina, en el que se otorga a la Administración, por ello, un arbitrio desmedido en la elección de la respuesta sancionadora.

## VII. RESPONSABILIDAD OBJETIVA Y PRINCIPIO DE CULPABILIDAD: CRITERIOS DE DETERMINACIÓN DE LA RESPONSABILIDAD

### 1. Punto de partida: la inexcusable culpabilidad en el administrador

Como pusiera de manifiesto GARBERÍ LLOBREGAT, junto a la existencia de una infracción creada y tipificada por la Ley, el ejercicio efectivo de la potestad sancionadora de la Administración precisa de un sujeto pasivo al que se impute su comisión, ya que solamente a partir de la constatación en el procedimiento administrativo de ambas circunstancias (intervención culpable por parte de un sujeto en un hecho antijurídico debidamente tipificado) podrá serle impuesta por la autoridad competente la correspondiente sanción administrativa. De este modo, mientras la faceta objetiva del ejercicio de la potestad sancionadora se ciñe a la existencia y constatación de los hechos tipificados como constitutivos de la infracción, la subjetiva se desdobra en dos vertientes: la activa, determinada por la titularidad de la competencia administrativa habilita-

dora del ejercicio de la potestad punitiva, y la pasiva<sup>(69)</sup>. Pues bien, es en el plano subjetivo pasivo del ejercicio de la potestad sancionadora donde nace el problema de la culpabilidad que es “el reproche personal que se dirige al autor por la realización de un hecho típicamente antijurídico” (COBO-VIVES), exigiendo que la aplicación de la sanción esté condicionada por la existencia frente al sujeto pasivo de un título de imputación (dolo o culpa).

La aplicación de este principio trae su causa de la proclamación de que los principios aplicables a las penas son de aplicación, en general, a las sanciones administrativas<sup>(70)</sup>. Nuestro Tribunal Constitucional ha señalado reiteradamente que, de acuerdo con una interpretación finalista de nuestra Constitución de 1978, los principios inspiradores del orden penal son de aplicación al Derecho administrativo sancionador dado que ambos son manifestaciones del ordenamiento punitivo estatal, tal y como refleja el artículo 25.1 CE, hasta el punto de que un mismo bien jurídico puede ser protegido con técnicas administrativas o penales. Ahora bien, el propio Tribunal Constitucional ha atemperado esta equivalencia al señalar que, tanto uno como otro ordenamiento, presentan diferencias tanto materiales (la Administración podrá privar de libertad al sancionado) como materiales (en orden a la calificación, como en la competencia o el procedimiento) lo que determina que tal aplicación no puede hacerse mecánicamente y sin matices, ponderando tales diferencias.

Así, este principio que supone que no haya sanción sin culpabilidad (*nulla poena sine culpa*), por lo que se excluye la responsabilidad objetiva, ha tenido una vacilante acogida inicial en nuestra jurisprudencia hasta el punto de que puede hablarse hasta 1983 de dos líneas jurisprudenciales contradictorias<sup>(71)</sup>. Mientras en unas sentencias se considera la culpabilidad como elemento esencial del Derecho administrativo sancionador (STS 4-3-1981), en otras se admite directamente la responsabilidad objetiva (STS 20-6-1978). A partir de las sentencias del Tribunal Supremo de 24 y 25 de enero de 1983, hay una decidida muestra a favor de la necesidad de probar el dolo o culpa en materia de infracciones administrativas; esta línea se ha consolidado hasta el punto de que la

---

(69) GARBERÍ LLOBREGAT, *El procedimiento administrativo sancionador (Comentarios al Título IX de la Ley 30/1992 y al Reglamento del Procedimiento para el ejercicio de la potestad sancionadora de la Administración)*, Valencia, 1994, pp. 107-108.

(70) NIETO GARCÍA, “Los principios de tipicidad y culpabilidad de las infracciones en materia de consumo”, *Estudios sobre el Consumo*, núm. 3, 1984, pp. 156-158.

(71) SUAY RINCÓN, “Artículo 15”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito* (Dir. T.R. Fernández), 2ª ed., Madrid, 1991, pp. 72-74; FERNÁNDEZ MONTALVO, “Principios sustantivos de la potestad sancionadora de la Administración”, en AA.VV., *Derecho Administrativo Sancionador*, Cuadernos de Derecho Judicial, Madrid, 1994, p. 47.

infracción del principio de culpabilidad es ya en algunos casos el único motivo por el que se anulan las sanciones impuestas; se reitera, por tanto, la inadmisibilidad de un régimen de responsabilidad sin culpa, no siendo suficiente que una determinada conducta sea típica y antijurídica, sino que es también necesario que sea culpable como consecuencia de una acción u omisión imputable a su autor por dolo o negligencia<sup>(72)</sup>.

Desde la sentencia del Tribunal Constitucional de 26 de abril de 1990 (asunto 76/1990) puede decirse que, aun sin reconocimiento explícito en la Constitución, el principio de culpabilidad puede inferirse de los principios de legalidad (art. 25.1 CE) o de las exigencias inherentes al Estado de Derecho. Este mismo criterio de considerar inadmisibles en el ámbito del Derecho administrativo sancionador una responsabilidad sin culpa se reitera en la sentencia del Tribunal Constitucional de 19 de diciembre de 1991 (asunto 246/1991) y, más recientemente, esta tesis ha sido nuevamente confirmada en sentencia de 17 de octubre de 1994 (asunto 270/1994).

Por su parte, el Tribunal Europeo de Derechos del Hombre en la Sentencia de 21 de febrero de 1984 (caso *Öztürk*), rechaza la existencia de cualquier diversidad de signo cualitativo entre las infracciones penales y las administrativas, y ha venido a ratificar la concepción, actualmente dominante, como se ha visto, en el Derecho comparado europeo y en nuestra doctrina y jurisprudencia, de que las penas y las sanciones administrativas constituyen dos subespecies del género de las “sanciones punitivas”, por lo que los principios del orden penal son de aplicación, con ciertos matices, al Derecho sancionador administrativo. En palabras de nuestro Tribunal Supremo, la concepción unitaria del fenómeno punitivo y la aplicación al Derecho sancionador administrativo de los principios generales del ámbito penal, “se acomoda con perfección al bloque de legalidad, como confirma la Sentencia del TEDH de 21 de febrero de 1984, en la que se precisa, a la vista del artículo 6.3 del Convenio, que las contravenciones administrativas participan de la naturaleza de las penales” (STS de 28 de mayo de 1987). Se concluye así que “puede darse por zanjada la polémica en torno a los principios generales aplicables a las sanciones administrativas”<sup>(73)</sup>.

La referida problemática ha perdido hoy buena parte de su significación dado que el artículo 130.1 de la Ley 30/1992, a pesar de su desafortunada redacción, ha consagrado inequívocamente el principio de culpabilidad en la esfera administrativa sancionadora.

---

(72) Vid. SSTS 6 y 10 de febrero de 1989 (RAJ 2453 y 2461); SSTS 8 de marzo de 1993 (RAJ 1930) y 9 de julio de 1994 (RAJ 5590).

(73) SUAY RINCÓN, *Sanciones Administrativas*, Bolonia, 1989.

En conclusión, de esta forma, doctrina, jurisprudencia y el propio legislador dan por zanjada esta larga polémica, inclinándose ya por una traslación efectiva de la culpabilidad al ámbito administrativo<sup>(74)</sup>.

Pues bien, el verdadero problema queda ya planteado en clave de determinar qué se entiende por culpabilidad en el Derecho administrativo sancionador y, especialmente, en qué se concreta la culpabilidad de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del mercado de valores toda vez que ni pueden aplicarse mecánicamente los conceptos propios del Derecho penal, ni existe una elaboración administrativista propia al respecto.

## **2. Recepción del principio de culpabilidad en la jurisprudencia contencioso-administrativa sobre infracciones de la normativa del mercado de valores**

La personalización de la responsabilidad en los directivos o miembros de los consejos de administración no supone que no se exija respeto al principio de culpabilidad dentro del Derecho administrativo sancionador. Así lo expuso la ya citada sentencia del Tribunal Constitucional de 20 de julio de 1993 (asunto 254/93) a propósito del artículo 15 bis del Código Penal (y cuya doctrina es aplicable, con las debidas cautelas, al Derecho administrativo sancionador):

“Este precepto no vino a introducir en modo alguno una regla de responsabilidad objetiva que hubiera de actuar indiscriminadamente y automáticamente siempre que, probada la existencia de una conducta delictiva cometida al amparo de una persona jurídica, no resulte posible averiguar cuáles han sido los auténticos responsables de la misma, pues ello sería contrario a la presunción de inocencia (...) No cabe inferir que no hayan de quedar probadas, en cada caso concreto, tanto la real participación en los hechos como la culpabilidad en relación con los mismos...”

Incluso la polémica sentencia del Tribunal Constitucional de 25 de marzo de 1994 (asunto 154/94 Pte. Viver Pi-Sunyer), en la que se perfila la construcción de la “responsabilidad en cascada”, viene a afirmar que para que el desplazamiento de la responsabilidad sea aceptable desde la óptica constitucional tiene que fundamentarse en la concurrencia de una circunstancia de carácter subjetivo exigible al sujeto que soporta ese desplazamiento.

---

(74) Para una excelente visión de conjunto de este proceso evolutivo, puede verse GONZÁLEZ PÉREZ & GONZÁLEZ NAVARRO, *Comentarios a la Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y Procedimiento Administrativo Común*, vol. II, 2ª ed., Madrid, 1999, pp. 2603 y ss.; NIETO GARCÍA, *Derecho Administrativo Sancionador*, Madrid, 1993, pp. 295-303.

Como no podía ser de otra forma, la jurisprudencia contencioso-administrativa en materia de infracciones de la normativa del mercado de valores ha acogido sin ambages esta construcción.

Así, la Sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de marzo de 1998 (Ponente: C.M. Montero Elena) recaída en el asunto *I. Ramírez Bañares/Banesto Fondos SGIIC (I)* reitera este principio afirmando lo siguiente:

“...fuera de toda duda queda la necesidad de la concurrencia del elemento subjetivo de la infracción, bien en su manifestación de dolo o intencionalidad, o culpa o negligencia; pero en todo caso, no es posible la imputación del resultado desde principios objetivos de responsabilidad...”

Por su parte, en la Sentencia de la Audiencia Nacional de 23 de abril de 1998 (Ponente: J. Guerrero Zaplana) recaída en el asunto *J. Sánchez Rincón/Gestión Integral de Patrimonios, S.A., S.G.C.*, se afirmaba por la Sala que “...examinada la fundamentación jurídica de la demanda, hay que partir de la base de la conformidad en una serie de afirmaciones que allí se contienen: la aplicación al Derecho Administrativo Sancionador de los mismos principios básicos que resultan también aplicables al Derecho Penal; la no existencia de responsabilidad objetiva para fundamentar una sanción cometida por una entidad mercantil, como es una sociedad gestora de carteras; consecuencia de la afirmación anterior, es la aceptación, también, de que *no pueden imponerse de modo automático sanciones a todos los miembros de un Consejo de Administración* por el hecho de que se aprecie una conducta sancionable en la propia compañía. Ahora bien, la conformidad en esas manifestaciones, no puede acarrear la conformidad en las conclusiones jurídicas que extrae la parte recurrente (...) En cualquier caso, *lo cierto es que la imputación a un miembro del Consejo de Administración podrá hacerse, como en este caso, a título de culpa (no de dolo) y ello por no haber adoptado las medidas a su alcance para evitar la situación que dio lugar a la imposición de la sanción* que se recurre; *se produce así una peculiar alteración de la carga de la prueba*: la Administración prueba la infracción (que no se ha negado en la demanda) y la participación del Consejo de Administración en la adopción de las decisiones que llevaron a dicha situación; por contra, al recurrente le correspondía haber acreditado las medidas que adoptó para evitar la situación que ocasionó la imposición de la sanción...”

En la Sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de julio de 1998 (Ponente: M. Pedraz Calvo) recaída en el asunto *C. Entrena Palomero/Nebursa, S.V.B.*, y al tratar sobre la alegada infracción de los principios de culpabilidad y responsabilidad, la Sala venía a reiterar la consolidada jurisprudencia del Tribunal Supremo por la cual “...las contravenciones administrativas exigen un comportamiento humano, positivo o negativo, una antijuridicidad, la culpabilidad, el resultado potencial o actualmente dañoso y la relación causal entre este y la

acción u omisión; expresado de otra manera: también en el supuesto de ilícitos administrativos está excluida la responsabilidad objetiva”.

El recurrente señala que por el simple hecho de ser el Presidente de la Sociedad no puede declarársele responsable de las infracciones. El art. 127 de la Ley de Sociedades Anónimas establece que “los administradores desempeñarán su cargo con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante legal” y el art. 133 párrafo 1 de la misma contempla “la responsabilidad de los administradores frente a la Sociedad, frente a los accionistas y frente a los acreedores sociales del daño que causen por actos contrarios a la Ley o a los estatutos o por los realizados sin la diligencia con la que deben desempeñar el cargo”. La propia Ley ha previsto que los administradores han de hacer todo aquello que una actuación diligente exija, para conocer la situación de la sociedad y adoptar las medidas encaminadas al buen funcionamiento de la misma, ya sea mediante actuaciones relativas al objeto social, ya controlando el estado de las cuentas; en general cumpliendo con su obligación legal, que excede de la simple denominación de “Presidente”.

La conclusión evidente es que *no se le sanciona por ser Presidente, sino porque ha incumplido con las obligaciones que son inherentes legalmente al cargo*: la Ley le ha colocado en una situación de garante y le ha encomendado la realización de la actividad necesaria y racionalmente posible para cumplir la Ley y evitar la comisión de hechos constitutivos de infracciones administrativas. El actor no sólo no ha acreditado ni tan siquiera alegado que los hechos constitutivos de la infracción se produjeron pese a que llevó a cabo todos y cada uno de los actos posibles para evitarlos. Esto, a su vez, no significa que se haya invertido la carga de la prueba, sino que acreditado que no cumplió las obligaciones que la Ley impone a los administradores de las Sociedades, y que aquella de la que era Presidente llevaba la contabilidad y los registros legalmente exigidos con vicios o irregularidades esenciales que impedían conocer su situación patrimonial y financiera, el hoy recurrente debió alegar y probar que existían circunstancias que justificaron la omisión del comportamiento que como Presidente le era debido.

La Sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de julio de 1998 (Ponente: S. Soldevilla Fragoso) recaída en el asunto *Administradores de NEBURSA* reiteró que “...el nuevo artículo 105.a) LMV exige para la imposición de la sanción que en la actuación de los Consejeros exista, al menos, *un elemento de culpa*, proscribiendo la responsabilidad automática y objetiva que se derivaba de la anterior redacción del precepto...”.

Los Tribunales han precisado, sin embargo, que la sanción no puede imponerse al administrador por el mero hecho de serlo sino por el incumplimiento de sus obligaciones como tal (vid. Sentencia de la Audiencia Nacional de 11 de septiembre de 1998, asunto *P. de la Nuez/Gestinpasa*).

Otra cosa es que estos elementos de acción u omisión, y culpa o intencionalidad no se tomen en cuenta para la graduación de la sanción, pero deben integrar en todo caso la infracción administrativa (vid. sentencia de la Audiencia Nacional de 14 de mayo de 1998, asunto *CAB, S.A., S.V.B./Adolfo Príes Bertrán*).

### **3. Categorías genéricas: notas en torno a la culpa o imprudencia y el dolo en el Derecho Administrativo sancionador**

De los anteriores apartados se desprende que la necesidad del elemento subjetivo de la infracción administrativa es consecuencia de la aplicación del principio de culpabilidad; por ello, si la conducta no fuera atribuible a su autor a título de culpa o, en su defecto, de dolo, no cabría imputar infracción administrativa alguna por faltar la necesaria culpabilidad.

Un análisis conjunto de los artículos 130 LRJPAC, y 77 LGT pone de manifiesto cómo la culpa o negligencia juegan un papel central dentro de nuestro Derecho Administrativo sancionador puesto que los tipos contemplan de modo general conductas imprudentes; los tipos dolosos están en relación de subsidiariedad respecto a los imprudentes y determinan, además, una mayor gravedad en la sanción.

Más allá del concepto estrictamente civilista de “culpa” que podemos deducir del artículo 1104 del Código Civil, la culpa puede definirse como aquella conducta consistente en desatender un deber legal de cuidado, omitiendo la diligencia exigible y llevando a cabo (sin dolo) la conducta tipificada como infracción, siendo tal hecho previsible y evitable. Debe asimismo destacarse que la simple realización de la conducta tipificada, aun cuando no hubiere causado una efectiva lesión al bien jurídico, es punible<sup>(75)</sup>.

En cuanto al dolo, ya hemos afirmado anteriormente cómo, con carácter general, los tipos administrativos se refieren a conductas imprudentes mientras que las dolosas están respecto de aquellas en una relación de subsidiariedad. Como ha afirmado nuestra doctrina, si faltara la culpa y concurriera el dolo existiría infracción pero además la sanción se agravaría pues lo que el legislador prevé de forma general es la comisión imprudente de las conductas tipificadas; ello debe necesariamente matizarse en aquellos casos en los que el dolo sea un

---

(75) Para mayores precisiones acerca de la delimitación conceptual de la culpa o negligencia, así como un análisis de los desarrollos jurisprudenciales de dicho concepto, nos remitimos a la monografía de PALMA DEL TESO, cit. supra, pp. 140-146.

elemento subjetivo del tipo, en cuyo caso es necesario para la existencia de la infracción <sup>(76)</sup>.

En términos generales, puede decirse que existe dolo cuando el infractor no solo conoce y quiere la conducta que realiza, sino que tiene plena conciencia de su significación antijurídica. Ahora bien, en los casos en que la imputación se realiza a título de “dolo”, la jurisprudencia ha equiparado la misma a intencionalidad en la acción por parte del infractor. En palabras de la Sentencia de 8 de junio de 1998 de la Audiencia Nacional (Ponente: C.M. Montero Elena) recaída en el asunto *J.M. Noriega Vázquez/UGF*, “...tal intencionalidad no requiere su extensión a la vulneración de la norma, esto es, no es necesario que el sujeto tuviese una intención directa de vulneración de la norma, sino que basta la intención de realizar la conducta tipificada como infracción administrativa...”.

Hechas estas precisiones generales y partiendo de la base de que su formulación resultará plenamente aplicable a la responsabilidad administrativa de administradores y directivos por las infracciones de las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores, la delimitación concreta de esta responsabilidad deberá realizarse por los deberes concretos que, como consecuencia de su cargo, deberán observar y, más concretamente, los deberes de diligencia y de lealtad.

#### **4. El deber de diligencia**

Como ya mencionamos antes, el artículo 127.1 LSA señala bajo el epígrafe “Ejercicio del cargo” que “los administradores desempeñarán su cargo con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal”. En las líneas que siguen, intentaremos esbozar algunos de los principales aspectos que integran este deber.

##### **4.1. Modelo de conducta: consideraciones generales**

Puede decirse con carácter general que la imposición del deber de diligencia a los administradores de las sociedades mercantiles es una manifestación concreta del deber de diligencia al que está sujeto cualquier deudor cualquiera que sea la naturaleza de la obligación contraída (vid. art. 1103 C.c.). Ahora bien, la diferencia entre el deber de diligencia propio de los administradores del deber de diligencia común a todos los deudores es el modelo de conducta al

---

(76) PALMA DEL TESO, cit. supra, p. 147.

cual deben adecuar su actividad para satisfacer las exigencias del deber de diligencia y no incurrir en responsabilidad<sup>(77)</sup>.

Frente al modelo de conducta común que es el del “buen padre de familia” (ex art. 1104.2 C.c.), el modelo de conducta de los administradores de las sociedades anónimas es el del “ordenado empresario” y el del “representante leal”. Pues bien, dentro de este modelo de conducta, puede distinguirse dos aspectos diferenciados. Por una parte, el que puede denominarse “tipo de conducta”, que es el del “empresario” y el del “representante”. Por otra parte, está el llamado “grado de conducta”, que es el que permite precisamente concretar el contenido de los tipos, y que consiste en los calificativos de “ordenado” y “leal”.<sup>(78)</sup>.

En palabras de ESTEBAN VELASCO, la imposición a los administradores de la diligencia del “ordenado empresario” supone establecer “un estándar de diligencia típica y objetiva que se debe valorar no conforme a circunstancias personales del administrador, sino conforme a las aptitudes y conocimientos exigidos objetivamente por la función atribuida y de acuerdo con el tipo de relación que estamos considerando”<sup>(79)</sup>. En cuanto a la calificación de “ordenado”, se ha venido a concretar por la doctrina como una “colaboración a la gestión ordenada y prudente de los asuntos sociales”<sup>(80)</sup>.

Si bien la diligencia exigible es necesariamente “de contenido relativo y elástico, debiendo medirse en función de las circunstancias de la empresa y de la operación, circunstancias de tiempo y lugar en que se llevó a cabo o debió ejecutarse, función desempeñada por el administrador en el órgano, etc.”, debe tenderse no obstante a una “interpretación objetiva”, que prescinda de consideraciones subjetivas sobre la capacidad o pericia personal de cada uno de los

---

(77) Vid. LLEBOT MAJÓ, *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, Madrid, 1996, p. 51.

(78) Id. citando la obra de BADOSA COLL, *La diligencia y la culpa del deudor en la obligación civil*, Bolonia, 1987; AA.VV., *Comentarios del Código Civil*, 2ª ed., Madrid, 1993, pp. 40-42.

(79) ESTEBAN VELASCO, “Responsabilidad civil de los administradores”, EJB, vol. IV, Madrid, 1995, p. 5913; RODRÍGUEZ ARTIGAS, “El deber de diligencia”, en AA.VV. *El gobierno de las sociedades cotizadas* (Coord. G. Esteban Velasco), Madrid/Barcelona, 1999, p. 427; ALONSO UREBA, “Presupuestos de la responsabilidad social de los administradores de una sociedad anónima”, cit. supra, pp. 667 y ss.; POLO SÁNCHEZ, “Los administradores y el Consejo de Administración de la sociedad anónima (Arts. 123 a 143 de la Ley de Sociedades Anónimas)”, en AA.VV., *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles* (Dir. R. Uría, A. Menéndez y M. Olivencia), tomo VI, Madrid, 1992, pp. 131 y ss.

(80) RODRÍGUEZ ARTIGAS, cit. supra, p. 427; SÁNCHEZ CALERO, cit. supra, p. 104.

administradores a efectos de establecer diferencias sobre la responsabilidad entre los miembros del órgano de administración”<sup>(81)</sup>.

Estamos pues ante una rigurosa valoración de la diligencia necesaria debido a la profesionalidad que se exige a un ordenado empresario, por lo que la prudencia, los cuidados y las atenciones exigibles son muy superiores a las del hombre medio<sup>(82)</sup>. Ello no empece el que los administradores dispongan de un margen de discrecionalidad, que debe en todo caso reconocerse (*business judgement rule*) y que les permita escoger entre varias opciones razonables, sin infringir por ello su deber.

Las categorías desarrolladas por la doctrina mercantilista son de plena aplicación al ámbito de la responsabilidad de administradores y directivos en el ámbito administrativo, donde la jurisprudencia tanto en materia bancaria como de mercado de valores es reiterada al respecto. Así, la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 3ª) de 20 de marzo de 1995 (Ponente: Escusol Barra) recaída en el asunto *Administradores del Banco Peninsular*, donde se afirmaba que “...las infracciones imputadas por la Administración a los demandantes tuvieron su origen en una mala gestión o en un mal ejercicio de sus facultades en el ‘Banco P.’. Los demandantes, cuando ostentaban y ejercieron sus cargos en dicho banco, estaban en una situación tal que por disposición de la Ley (la Ley de Sociedades Anónimas aplicable) debían ejercitar sus cargos con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante legal: de ahí el contenido del art. 79 de dicha Ley, y de ahí que las leyes hayan previsto y regulado los diversos supuestos constitutivos de infracción y su sanción...”. En el mismo sentido se pronunciaba la Audiencia Nacional en la Sentencia de 23 de abril de 1997 (Ponente: J. Guerrero Zaplana) en el asunto *J. Sánchez Rincón/Gestión Integral de Patrimonios*, al afirmar que “...el artículo 133 de la ley de Sociedades Anónimas establece la responsabilidad de los administradores por todos los actos realizados sin la debida diligencia, estableciendo que la responsabilidad se mantiene salvo que no hubieran intervenido en la adopción del acuerdo o no lo hubieran conocido, o hubieran hecho lo posible por evitar el daño ocasionado por el acuerdo. Además (artículo 141) se establece que, para algunos actos como la rendición de cuentas y la presentación de balances, hay una responsabilidad total del Consejo de Administración (art. 171) sin posibilidad de delegar en un Consejero Delegado...”. Por último, debe mencionarse la sentencia de la Audiencia Nacional de 14 de mayo de 1998 (Ponente: F. Delgado Rodríguez) recaída en el asunto *CAB, S.A., S.V.B./Adolfo Prías Bertrán*, en la cual se esta-

---

(81) ESTEBAN VELASCO, cit. supra, p. 17.

(82) RODRÍGUEZ ARTIGAS, cit. supra, p. 427, citando a BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milán, 1974, pp. 43 y ss. y a SÁNCHEZ CALERO, cit. supra, p. 107.

blecía lo siguiente: "...esta especial situación en la que sitúan los artículos 127 y 133 de la LSA a los administradores es la que les hace incurrir en una doble responsabilidad: intra societaria (frente a los socios, sociedad y acreedores), y extra societaria...".

¿Y cómo se concretan y en qué se traducen estas obligaciones de diligencia? Para la Audiencia Nacional, en sentencia de 19 de junio de 1997 (Ponente: M. Pedraz Calvo) recaída en el asunto *P. Lecuona Ortúzar/Bolsa 8*, "...de tal conjunto normativo, resulta que los administradores han de hacer todo aquello que una actuación diligente exija para conocer la situación de la sociedad teniendo los instrumentos jurídicos al efecto, y adoptar las medidas encaminadas al buen funcionamiento de la misma, ya sea mediante actuaciones relativas al objeto social, ya solicitando las debidas explicaciones de las actuaciones de otros administradores...".

Dicho esto, el evidente grado de abstracción de los tipos de conducta seleccionados por el legislador dificulta concretar con precisión su contenido y es que la ausencia de un contenido determinado del modelo de conducta hace imposible su identificación sin referencia a supuestos concretos, que pasamos a examinar.

#### 4.2. El deber de administrar

Como quiera que el artículo 9.h) LSA impone como mención estatutaria obligatoria la estructura del órgano al que se confía la administración de la empresa y los administradores a quienes se confía el poder de representación, puede concluirse que, al atribuir la administración de la empresa al órgano de administración de la sociedad, sea éste unipersonal, pluripersonal o colegiado, este órgano asume el deber de administrar<sup>(83)</sup>.

Si bien los administradores gozan de amplia discrecionalidad en cuanto a la elección de los medios empleados, la actividad de gestión y representación en sentido amplio inherente al deber de administrar conlleva en todo caso la obligación de perseguir el interés social. Tal y como estableciera con claridad meridiana la Sentencia de la Audiencia Nacional de 23 de abril de 1997 (Ponente: J. Guerrero Zaplana) en el asunto *J. Sánchez Rincón/Gestión Integral de Patrimonios* "...no se puede considerar a los consejeros como participantes meramente formales en las decisiones que toma el propio consejo del que forman parte; la

---

(83) LLEBOT MAJÓ, cit. supra, p. 57. Los argumentos más concluyentes ofrecidos por nuestra mejor doctrina para apoyar esta tesis son precisamente la propia existencia del órgano de administración y el régimen de responsabilidad al que están sujetos los administradores. ESTEBAN VELASCO, *El poder de decisión en las sociedades anónimas. Derecho europeo y reforma del Derecho español*, Madrid, 1982, pp. 501 y ss.

Ley de Sociedades Anónimas atribuye a los miembros de los consejos de administración una serie de responsabilidades y misiones que no pueden ser ignoradas a la hora de determinar la responsabilidad...”

Cuando el administrador expedientado ha sido el responsable directo de los hechos concretos que están en la base de la sanción a la propia sociedad, entonces parece claro que se ha incumplido el deber de administrar con diligencia. Así lo afirma con toda rotundidad la sentencia de la Audiencia Nacional de 4 de marzo de 1994 (Ponente: A. Roldán Herrero) recaída en el asunto *J. Soto/Ibercorp Bolsa SVB* al constatar que no era solo directivo sino que fue “corresponsable de las gestiones” que se imputan a la sociedad.

#### 4.3. El deber de informarse

Para que los administradores puedan desarrollar su actividad correctamente, deben disponer de la información necesaria, que es un requisito ineludible antes de la toma de cualquier decisión que afecte a la empresa. La información es el punto de partida del *iter* de prácticamente cualquier decisión y especialmente de aquellas que pueden revestir especial trascendencia para la sociedad como es el caso de modificaciones estructurales (v.gr. fusión, escisión, transformación) o incluso la mayoría de las modificaciones estatutarias<sup>(84)</sup>.

Es cierto que siempre puede recabarse más información de la que se dispone. Por ello, este deber de informarse tiene lógicamente los límites que marcan las circunstancias, entre las que se encuentran, entre otras, las siguientes:

(i) información ya disponible; (ii) trascendencia de la decisión para la sociedad; (iii) tiempo disponible; y (iv) costes de obtención de información adicional<sup>(85)</sup>.

En todo caso, el deber de informarse incluye “...solicitar las debidas explicaciones de las actuaciones de otros administradores...” (Sent. Audiencia Nacional de 19 de junio de 1997, asunto *P. Lecuona Ortúzar/Bolsa 8*), especialmente de aquellos que son Consejeros con cargos ejecutivos dentro de la empresa.

(84) LLEBOT MAJÓ, cit. supra, pp. 62-65; GHEZZI, “I ‘doveri fiduciari’ degli amministratori nei ‘Principles of Corporate Governance’”, Riv. Soc., marzo/junio 1996, pp. 496 y ss.

(85) LLEBOT MAJÓ, cit. supra, p. 65, citando el estudio del AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance*, vol. 1, St. Paul/Minn., 1994, p. 178 (traducidos en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Coord. G. Esteban Velasco, Madrid/Barcelona, 1999, pp. 861 y ss.).

#### 4.4. El deber de vigilancia

El deber de vigilancia (*duty to monitor*) supone llevar a cabo un control de la gestión de la sociedad en su conjunto, sin que en modo alguno deba limitarse a aquellos supuestos en los que, mediante la delegación de facultades, se desconcentran las funciones del Consejo en una Comisión Ejecutiva o en un Consejero-Delegado. Se trata de un deber indelegable, que debe formar parte del comportamiento de todos los administradores<sup>(86)</sup>.

Existe una evidente relación entre el deber de vigilar y el deber de informarse para poder realizar adecuadamente la tarea de administrar la sociedad en interés de ésta, lo que conecta con la llamada “racionalidad formal y sustancial del proceso de decisión”.

Como tal deber, puede decirse que está admitido por la práctica totalidad de la doctrina española (Garrigues, Uría, Iglesias Prada, Quijano González, Rodríguez Artigas), para quien se integra en el contenido del deber de vigilancia el deber de investigar cualquier situación que pueda llegar a causar daños al patrimonio social y cuyo conocimiento lo hayan obtenido los administradores en el desempeño del deber de vigilancia.

Así, tras resultar probado que el verdadero “cerebro” de las infracciones fue una determinada persona física, la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 3<sup>a</sup>) de 17 de noviembre de 1998 (Ponente O. González) recaída en *asunto C.P. Romero Gil-Delgado/General de Mediación y Bolsa* vino a calificar de “actitud indiligente” aquella consistente en abandonar completamente las obligaciones propias de un Consejero y Director General, “...dejando que fuese otra persona la que tomara las decisiones, contribuyendo con su actitud omisiva a la realización de las mismas...”. En definitiva, en esta dejación hubo un claro incumplimiento no solo del deber de administrar sino del deber de vigilancia.

En el mismo sentido se ha pronunciado la Sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de julio de 1998 (Ponente: S. Soldevilla Fragoso) recaída en el asunto *Administradores de NEBURSA*, en la que se afirmaba, entre otras cosas, lo siguiente:

“...los Consejeros de una Sociedad deben estar en posesión de los conocimientos necesarios para gestionarla correctamente, lo que *incluye el poder detectar la comisión de irregularidades* que merecen la mayor repro- bación sancionadora (faltas muy graves y graves)...”

---

(86) RODRÍGUEZ ARTIGAS, “El deber de diligencia”, cit. supra, p. 431; LLEBOT MAJÓ, cit. supra, pp. 69 y ss.

#### 4.5. El deber de investigar

Como complemento de los deberes de informarse y de vigilancia, pesa sobre el administrador el deber de investigar (*duty of inquiry*) que le exigen, de una parte, asegurarse de la suficiencia y de la fiabilidad de la información de que disponen, y de otra investigar cualquier situación que pueda llegar a causar daños al patrimonio social y cuyo conocimiento lo hayan obtenido en el desempeño del deber de vigilancia<sup>(87)</sup>.

Ahora bien, este deber impone al administrador llevar a cabo una investigación o encomendar que la misma se haga (v.gr. consultores u otros asesores externos o internos) en aquellos casos en que las circunstancias concretas debieran incitar al administrador, de forma razonable, a emprender dicha investigación. Siendo ello así, el incumplimiento del deber de lealtad por parte de otro administrador o de un directivo no hace automáticamente responsable al resto de los administradores por *culpa in vigilando*, derivada precisamente de la infracción del deber de investigar; ello dependerá de si, por las circunstancias concretas que rodeaban el caso, podría razonablemente haberse sospechado de la conducta de dicho administrador o directivo, sin que pueda exigirse una diligencia en este sentido equiparable a una labor de detective.

No existe en nuestro Derecho de Sociedades ningún precepto específico que expresamente imponga a los administradores el deber de investigar; no obstante, nuestra doctrina ha admitido en general su existencia aunque configurándolo no como un deber con contenido sustantivo propio sino como parte del deber de vigilancia<sup>(88)</sup>.

En cuanto a la jurisprudencia, un testimonio vivo de esta manifestación del deber de diligencia que es el deber de investigar puede encontrarse en la sentencia de la Audiencia Nacional de 30 de septiembre de 1996 (Ponente: C.M. Montero Elena) recaída en el asunto *I. Loring Tassara/Sistemas Financieros*, en la que se manifestaba lo siguiente:

“...cuando una sociedad incurre en la conducta prohibida, el administrador, para eludir su responsabilidad, habrá de al menos alegar, aportando hechos concretos, que efectivamente actuó tratando de esclarecer y resolver la actuación prohibida...”

---

(87) RODRÍGUEZ ARTIGAS, “El deber de diligencia”, cit. supra, p. 432.

(88) En este sentido, vid. QUIJANO GONZÁLEZ, cit. supra, pp. 313-314.

Como veremos más adelante, la sentencia del Tribunal Supremo de 8 de febrero de 1999 (Ponente: O. González) recaída en el asunto *J. Maldonado Chiarri y otros administradores de General de Mediación y Bolsa, S.V.B.* <sup>(89)</sup> ha establecido unos límites más claros a esta obligación en la medida en que, si las conductas ilícitas fueran de tal naturaleza que pudieran enmascararse, ocultarse o sustraerse del conocimiento de los miembros del Consejo, no puede entenderse vulnerado el deber de diligencia.

#### 4.6. Conclusiones

Este somero análisis del deber de diligencia puede sintetizarse afirmando que los administradores de las sociedades mercantiles cumplirán con la obligación que asumen al aceptar el cargo en la medida en que lo desempeñen persiguiendo los intereses de la sociedad con diligencia, cuando actúen como un “ordenado empresario” y un “representante leal”. Ello exige que, como mínimo, desempeñen el cargo suficientemente informados, que cuando sea necesario investiguen tanto el contenido de la información de que dispongan como las situaciones que puedan perjudicar el patrimonio social y, por último, que en todo momento vigilen el desenvolvimiento de la empresa social <sup>(90)</sup>.

### 5. El deber de lealtad o fidelidad

El deber de lealtad ha sido definido como aquel por el cual los administradores deben abstenerse de obtener cualquier beneficio, anteponiendo sus intereses privados y personales, a expensas de la Sociedad <sup>(91)</sup>. Tras esta formulación late un concepto fundamental como es el del “conflicto de interés”, concepto este de gran amplitud y complejidad en el seno de las relaciones societarias pero que, en este contexto, adquiere especial trascendencia en lo que respecta a las relaciones entre los administradores y la sociedad. Quiere ello decir que la regulación de los conflictos de interés opera como instrumento de control de la administración, que se orienta a la finalidad de evitar que, en uso de las facultades que le son atribuidas al órgano de administración, los administradores antepongan precisamente sus intereses a los de la sociedad. Con todo ello, vemos cómo se ha venido considerando el deber de lealtad o fidelidad como un principio regulador del juego de intereses en la organización societaria, configurán-

---

<sup>(89)</sup> RJ 1519.

<sup>(90)</sup> LLEBOT MAJÓ, cit. supra, p. 73.

<sup>(91)</sup> Por todos, LLEBOT MAJÓ, cit. supra, pp. 94-96.

dose como la aplicación de la buena fe a las relaciones de intereses del socio con la Sociedad y con los demás socios <sup>(92)</sup>.

En lo que se refiere al problema de los conflictos de interés y los deberes de los administradores, nuestro derecho no cuenta con una normativa concreta de control. La única norma cuyo contenido puede instrumentarse como medio de control del conflicto de interés administrador/sociedad es el régimen de impugnación de acuerdos del Consejo de Administración previsto en el artículo 143 LSA mediante la remisión implícita a la causa de anulabilidad de los acuerdos de la Junta General según los términos del artículo 115 LSA en los casos en que el órgano sea colegial.

Desde un punto de vista más casuístico, los problemas clásicos que se vienen recogiendo por la doctrina en este contexto son los relativos a las llamadas “oportunidades de negocio” <sup>(93)</sup>, los contratos con la sociedad, la retribución de los administradores <sup>(94)</sup>, o la competencia con la propia Sociedad.

Como tendremos ocasión de ver, las infracciones del deber de lealtad vienen rara vez aparejadas a infracciones administrativas de las normas de ordenación y disciplina de los mercados de la sociedad infractora; al fin y al cabo, no debe olvidarse que, junto con la posible infracción de las leyes, el administrador desleal está ante todo perjudicando a la sociedad y a los accionistas pero no necesariamente lesionando los intereses del mercado, ni los de los clientes de la entidad. Frecuentemente, en cambio, los casos más graves llevan aparejada la comisión de conductas delictivas de estafa o apropiación indebida <sup>(95)</sup>, por lo que se tramitarán los procedimientos penales correspondientes.

---

<sup>(92)</sup> Vid. ALCALÁ DÍAZ, “El deber de fidelidad de los administradores”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas* (Coord. G. Esteban Velasco), Madrid/Barcelona, 1999, p. 452; del mismo autor, puede también verse “El conflicto de interés socio-sociedad en las sociedades de capital”, RdS, núm. 9, 1997, pp. 89 y ss.

<sup>(93)</sup> Sobre este particular, puede verse PORTELLANO DÍEZ, *El deber de fidelidad de los administradores de sociedades mercantiles y oportunidades de negocio*, Madrid, 1996; FERNÁNDEZ-ALBOR BALTAR, “La doctrina de las *corporate opportunities* en los Estados Unidos de América”, RDBB, núm. 66, 1997, pp. 477 y ss.

<sup>(94)</sup> Sobre este particular, puede verse JUSTE MENCÍA, “Retribución de Consejeros”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas* (Coord. G. Esteban Velasco), Madrid/Barcelona, 1999, pp. 497 y ss.; TUSQUETS TRÍAS DE BES, *La remuneración de los administradores en las sociedades mercantiles de capital*, Madrid, 1998.

<sup>(95)</sup> En relación con la crisis y posterior quiebra de la entidad “XM Patrimonios A.V., S.A.” en septiembre de 1995, reviste especial interés la sentencia del Tribunal Supremo (Sala 2ª) de 14 de mayo de 1999 condenando al Presidente de dicha Agencia de Valores por apropiación indebida, y estableciendo la responsabilidad civil subsidiaria de la entidad “Inversafei, S.A.”.

## 6. Conclusiones

Visto que las referencias de la jurisprudencia contencioso-administrativa en materia de mercados de valores están sistemáticamente sembradas de referencias a los artículos 127 y 133 de la Ley de Sociedades Anónimas, así como a las categorías de culpa y negligencia establecidas por la LDIEC, no nos resta más que concluir que un análisis casuístico de dicha jurisprudencia pone de manifiesto la extraordinaria onerosidad con que los tribunales vienen interpretando los estándares de diligencia exigibles a los administradores y directivos en este sentido.

Sin perjuicio de los ejemplos concretos antes citados, interesa en particular destacar las diferentes manifestaciones que adquiere la determinación de la responsabilidad por omisión.

En la Sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de marzo de 1998 (Ponente: C.M. Montero Elena) recaída en el asunto *I. Ramírez Bañares/Banesto Fondos SGIIC (I)*, y aludiendo al deber de diligencia que a los administradores impone el artículo 127 de la LSA, la sentencia concluye que *es posible la exigencia de responsabilidad por la inactividad del sujeto, cuando el ordenamiento jurídico le impone una actuación positiva* y especialmente, cuando lo sitúa en posición de garantía si bien, en todo caso, también esta conducta omisiva requiere la concurrencia del elemento intencional o negligente...”.

En la Sentencia de la Audiencia Nacional de 23 de abril de 1998 (Ponente: J. Guerrero Zaplana) recaída en el asunto *J. Sánchez Rincón/Gestión Integral de Patrimonios, S.A., S.G.C.*, la Sala formula con rotundidad una inversión de la carga de la prueba, consistente en que, una vez probado por la administración que el expedientado formaba parte del Consejo y probada la infracción, corresponde ya al administrador acreditar que tomó las medidas necesarias para evitar la situación que ocasionó la imposición de la sanción. En la práctica, ello da lugar a una esfera residual de “responsabilidad por omisión” muy considerable<sup>(96)</sup>.

En ocasiones, la tendencia a extender la responsabilidad a los administradores por lo que se percibe como una actitud omisiva desdibuja el análisis específico del dolo o de la culpa hasta el punto de que la Sentencia de la Audiencia Nacional de 11 de marzo de 1994 (Ponente: A. Roldán Herrero), recaída en el asunto *E. Pastor/Eurocapital SVB*, viene a manifestar que “...si bien el dolo o culpa no se exige en los artículos 95 y 105 LMV en la forma en que lo hace el artículo 15 LDIEC, en todo caso es perfectamente admisible un cierto grado de reprochabilidad en el expedientado, dada su posición privilegiada en

---

(96) En el mismo sentido, puede verse la Sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de julio de 1998 (Ponente: M. Pedraz Calvo) recaída en el asunto *C. Entrena Palomero/Nebursa*.

la entidad infractora, por cuya razón es exigible especial dedicación, con independencia de que cumpliese con ella o no, que se limitase o no a firmar al dictado a cambio de ciertos emolumentos que se suponen atractivos...”.

Tras una apreciable consolidación de la doctrina jurisprudencial en las sentencias tanto de la Audiencia Nacional como del Tribunal Superior de Justicia de Madrid antes comentadas, la Sentencia del Tribunal Supremo de 8 de febrero de 1999 (Ponente: O. González González) aborda de forma novedosa el problema de la responsabilidad de los administradores de una institución de inversión colectiva por irregularidades en la contabilidad y simulación de transferencias de titularidad en determinados valores. Los hechos probados pusieron de manifiesto que uno de los administradores había padecido una grave enfermedad que, con carácter general, le mantuvo apartado de la dirección efectiva de la sociedad, impidiendo su conocimiento y participación en los hechos objeto de la sanción.

Tras este pronunciamiento, pueden resultar de más difícil encaje aquellas construcciones en las que se viene a establecer una cuasi equiparación entre la mera pertenencia al Consejo de Administración y la existencia de *culpa in vigilando* si la sociedad comete una infracción grave o muy grave. En este sentido, puede citarse la Sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de julio de 1998 (Ponente: S. Soldevilla Fragoso) recaída en el asunto *Administradores de NEBURSA*; en esta resolución judicial se afirmaba, entre otras cosas, lo siguiente:

“...los Consejeros de una Sociedad deben estar en posesión de los conocimientos necesarios para gestionarla correctamente, lo que incluye el poder detectar la comisión de irregularidades que merecen la mayor reprobación sancionadora (faltas muy graves y graves) (...) Es indudable que la simple pertenencia a un Consejo de Administración, la simple titularidad del cargo, se traduce en una serie de potestades que se confieren a los nombrados, justamente para ser utilizadas en orden a prevenir situaciones como la enjuiciada; el descuido en el ejercicio de esas facultades, que aboca a la Sociedad a la comisión de una falta muy grave, implica un grado de negligencia o culpa suficiente para entender satisfecha, desde la óptica constitucional, la exigencia que dimana del nuevo artículo 105.a) LMV...”

No debe olvidarse, como correctamente afirma la Sentencia de la Audiencia Nacional (Ponente: M. Pedraz Calvo) de 11 de septiembre de 1998 recaída en el asunto *P. de la Nuez/Gestinpasa*, que al colocarse al administrador en la situación de garante, se le ha encomendado la realización de actividades *racionalmente posibles*. No parece racional, ni resulta posible exigir de un administrador, que haga labores de “detective” permanente de los directivos y restantes empleados de la entidad, todo ello sin menoscabo de los deberes de informarse, vigilar e investigar que indudablemente tiene.

## VIII. CAUSAS DE EXONERACIÓN DE LA RESPONSABILIDAD

Una vez examinadas las causas o motivos que pueden determinar la responsabilidad de los administradores o directivos de las entidades sancionadas, pasamos a examinar las causas de exoneración de dicha responsabilidad, debiendo a tal efecto distinguirse entre las siguientes: (i) fuerza mayor o caso fortuito; (ii) inasistencia a los Consejos por causa justificada; (iii) imputabilidad exclusiva a Comisiones Ejecutivas, Consejeros-Delegados o Directores Generales y asimilados; (iv) realización de actividades racionalmente posibles, y (v) error invencible.

### 1. Fuerza mayor

Al igual que se ha delimitado por parte de la doctrina penalista, la fuerza mayor o el caso fortuito pueden definirse como aquellos supuestos de realización accidental, es decir, no dolosa ni imprudente, de la parte objetiva de un tipo sancionador. Ello supone que el hecho que pudiera motivar la responsabilidad administrativa del expedientado se hizo sin intervención alguna de la voluntad del mismo, es decir, de forma imprevisible e inevitable.

La sentencia de la Audiencia Nacional de 30 de septiembre de 1996 (Ponente: C.M. Montero Elena) recaída en el asunto *I. Loring Tassara/Sistemas Financieros* manifestaba lo siguiente:

“...cuando una sociedad incurre en la conducta prohibida, el administrador, para eludir su responsabilidad, habrá de al menos alegar, aportando hechos concretos, que efectivamente actuó tratando de esclarecer y resolver la actuación prohibida o *bien que no lo hizo por concurrencia de fuerza mayor o caso fortuito* (...) Cuestión distinta es la concurrencia de especiales circunstancias que hicieran imposible la actuación de quien es garante; pero tales circunstancias han de ser alegadas de forma racional y fundada...”

Aunque no existen muchos ejemplos, en la sentencia ya citada del Tribunal Supremo de 8 de febrero de 1999 recaída en el asunto *J. Maldonado Chiarri y otros administradores de General de Mediación y Bolsa, S.V.B.*, se determinó que la grave enfermedad de uno de los administradores, lo que provocó sus repetidas ausencias del país para tener tratamiento médico, y la delegación de sus funciones en dos Directores Generales, impidiéndole realizar una vida normal y tener plena dedicación profesional, motivó el que ni tuviera conocimiento de las actuaciones irregulares, ni intervención alguna en las mismas. Con ello, la sanción que le había sido impuesta fue revocada.

## 2. Inasistencia a los Consejos por causa justificada

En los casos de ausencia, parece evidente que aquellos administradores que no participaron en la reunión no podrán ser, en principio, considerados responsables puesto que no han realizado ninguna contribución activa al hecho infractor.

Ahora bien, la respuesta no es siempre tan sencilla por las razones siguientes. Por una parte, es posible que el administrador ausente supiera que en la reunión se iba a resolver sobre la adopción y ejecución del hecho que motivó la infracción y precisamente por ello no quisiera asistir a la reunión cuando de haber asistido habría podido contribuir a evitar la infracción con su voto contrario; en este supuesto, podrían darse todos los requisitos de la comisión por omisión, es decir, la equiparación de la omisión del garante a la acción infractora. Por otra parte, administrar “los deberes” y de vigilar, que son inherentes a la diligencia exigible de todo administrador, debe llevar a concluir que la inasistencia no sólo puede constituir un motivo de excusa, sino que, por el contrario, constituye un indicio de negligencia y desinterés culpable.

Por todo ello, debe estimarse que la referencia hecha por el art. 15.2.a) LDIEC es técnicamente correcta en la medida en que traslada el eje del problema no ya a la ausencia, sino a si la misma fue justificada o no. En la práctica, ello supone tanto como desplazar la carga de la prueba al administrador que deberá estar en situación de causalizar dicha inasistencia y acreditar que la misma fue justificada.

Un análisis de la jurisprudencia pone de manifiesto, por ejemplo, que no se considera causa justificada el que los expedientados no fueran citados a reunión alguna del Consejo de Administración durante el período examinado en el procedimiento sancionador; como afirmara la Sentencia de la Audiencia Nacional de 22 de enero de 1998 (Ponente: F. Delgado Rodríguez) recaída en el asunto *Administradores de Ges Mediterráneo SGIIC* no solo ello no supone exoneración alguna de responsabilidad “sino que debe estimarse como una actitud negligente ya que se desentienden del cumplimiento de sus obligaciones y no realizan actividad alguna para exigir actuaciones del Consejo de Administración durante un año...”.

En la práctica, entendemos que se trata de una de las causas de exoneración de responsabilidad con escasa proyección toda vez que es poco frecuente que el hecho ilícito que motiva la infracción de la entidad (y como es evidente, la omisión de los deberes legales correspondientes) se haya cometido en un determinado Consejo como resultado de la adopción de un acuerdo; lo cierto es que las infracciones suelen manifestarse como conductas de tracto sucesivo o, si se trata de un hecho puntual, es raro que se adopten formalmente por el Consejo.

### 3. Imputabilidad exclusiva a Comisiones Ejecutivas, Consejeros-Delegados o Directores Generales y asimilados

La Sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de julio de 1998 (Ponente: S. Soldevilla Fragoso) recaída en el asunto *Administradores de NEBURSA* ha recordado que no basta querer "...descargar todas las responsabilidades en un empleado de la Sociedad, sin concretar la razón de su exclusiva culpa, ni los poderes que tenía en el seno de la empresa, ni la razón por la que deba exonerarse al Consejo, primer responsable según la Ley...".

Ahora bien, lo que resulta evidente es que la concurrencia en una misma persona de la condición de administrador y Director General puede agravar su deber de diligencia y, por tanto, su responsabilidad. En este sentido se pronuncia la Sentencia de la Audiencia Nacional de 10 de julio de 1998 (Ponente: F. Benito Moreno) en el asunto *I. Ramírez Bañares/Banesto Fondos SGIIC (II)* en donde se afirma que "...de los cuatro miembros del Consejo de Administración, máximo responsable del funcionamiento de la entidad, uno de ellos (el recurrente) ostentaba además la Dirección General de la Sociedad, correspondiéndole, por tanto, el más alto grado de las funciones ejecutivas...".

Igualmente, la Sentencia del Tribunal Supremo de 8 de febrero de 1999 (Ponente: O. González González) recaída en el asunto *Z. Jiménez de Lucio/Ges Mediterráneo* ponía de manifiesto que "...no sólo era miembro del Consejo de Administración, sino que además era Directora General, encargada de las operaciones de la entidad, y, por lo tanto, debía conocer la actividad desarrollada por ésta en el día a día, y estaba obligada a decidirla, pese a lo cual abandonó completamente sus obligaciones, dejando que fuese otra persona la que tomara las decisiones, contribuyendo con su *actitud omisiva* a la realización de las mismas"<sup>(97)</sup>.

En parecido sentido se había pronunciado ya la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 3<sup>a</sup>) de 17 de noviembre de 1998 (Ponente O. González) recaída en asunto *C.P. Romero Gil-Delgado/General de Mediación y Bolsa* de forma mucho más tajante. Efectivamente, dicho pronunciamiento llegó a afirmar lo siguiente:

"...aunque otra persona declare la autoría de los actos objeto de expediente sancionador, pues al margen de ser posible en el ámbito sancionador supuestos de coautoría, es perfectamente compatible la conducta activa del confeso, con la omisiva y negligente del recurrente..."

---

(97) RJ 1518.

Es otras palabras, el Tribunal Supremo ha venido a dejar muy claro que las conductas dolosas atribuibles a otras personas físicas o jurídicas no excluyen la responsabilidad de los administradores o directores, bien a título de dolo, bien a título de culpa.

En todo caso, no deja de ser importante el “portillo” que deja abierto la Sentencia del Tribunal Supremo de 8 de febrero de 1999 (Ponente: O. González) recaída en el asunto *J. Maldonado Chiarri y otros administradores de General de Mediación y Bolsa, S.V.B.* “... y que ...” merece una especial atención. Efectivamente, en un considerando importante, el Tribunal Supremo viene a establecer un doble requisito para invocar la posible exoneración de responsabilidad por parte del administrador, que se concreta de la forma siguiente:

- (a) cuando los actos ilegales se adoptaron por otros órganos directivos, sin la participación del Consejo de Administración; y
- (b) cuando se trata de conductas que, por su naturaleza (simulación, falsedad, apropiación indebida), tienden a enmascararse, ocultarse o sustraerse al conocimiento de los miembros de aquél por los que verdaderamente han sido sus autores.

Quiere ello decirse que no solo basta que el Consejo de Administración no haya intervenido en modo alguno en la comisión del acto ilícito sino que se exige además que dicho acto sea de tal naturaleza que tienda a sustraerse al conocimiento de dicho Consejo debido a su carácter oculto o secreto.

Por último, un análisis de la jurisprudencia pone de manifiesto que puede no ser admisible como causa de exoneración el que se afirme que la Comisión Ejecutiva no cumplía en la realidad función alguna o que una Comisión Delegada ejercía el “total de facultades del Consejo” si resulta acreditado que el expedientado era Director General (vid. Sentencia de la Audiencia Nacional de 11 de marzo de 1994, asunto *E. Pastor/Eurocapital SVB*).

#### **4. Realización de las actividades racionalmente posibles**

La culpabilidad del administrador o directivo debe encontrar su límite lógico en la capacidad y compromiso efectivo del administrador o directivo por evitar la comisión de la infracción que se le imputa; desde esta perspectiva, la realización de todas las actividades que pudieran considerarse como racionalmente posibles por parte del administrador o directivo deberá considerarse como un motivo de exoneración de toda responsabilidad.

En sentencia de 19 de junio de 1997 (Ponente: M. Pedraz Calvo) recaída en el asunto *P. Lecuona Ortúzar/Bolsa 8*, la Audiencia Nacional ha manifestado “...que los administradores han de *hacer todo aquello* que una actuación dili-

gente exija...”. De modo similar se pronuncia la Sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de marzo de 1998 (Ponente: C.M. Montero Elena) recaída en el asunto *I. Ramírez Bañares/Banesto Fondos SGIIC (I)*, en la cual, aludiendo al deber de diligencia que a los administradores impone el artículo 127 de la LSA, la sentencia concluye que “...es fácil comprender que los administradores, quienes tienen la obligación de adoptar las medidas necesarias para asegurar una ordenada gestión societaria y los medios jurídicos para realizar su función, son responsables por el resultado de tal gestión, *salvo que resulte acreditado que emplearon todos los instrumentos jurídicos a su alcance para conocer y corregir la situación prohibida por la Ley...*”.

Ahora bien, ¿dónde acaba esta formulación tan genérica? ¿Cuáles son los límites objetivos de este deber? ¿Cuándo puede considerarse que el administrador o el directivo han hecho “lo suficiente”?

Estas interrogantes resultan especialmente llamativas en algunos casos de incumplimiento de normas de supervisión prudencial, que podríamos denominar “incumplimientos técnicos” por tratarse de cuestiones de ratios, coeficientes, etc. Sin negar la indudable importancia que reviste el cumplimiento de estas normas, la operativa de la entidad deriva, en ocasiones, a situaciones de pérdidas o quebrantos patrimoniales, que son inevitables y no dependen de la voluntad de los administradores ni de los directivos de la entidad. Frecuentemente, se trata de poner remedio a esta situación coyuntural de pérdidas confiando en que la propia operativa de la entidad recuperará por sí misma la solvencia perdida; de esta forma, se sigue “hacia delante” y se puede producir inmediatamente un incumplimiento de las normas técnicas a que antes hemos hecho referencia. Cuando no existe manipulación de la contabilidad y ha habido absoluta transparencia con la CNMV, las sanciones se nos antojan rigurosísimas.

Ahora bien, no podemos dejar de poner de manifiesto los peligros que supone construir una responsabilidad por culpa de administradores y directivos por el mero hecho de que las operaciones por las que se sanciona a la persona jurídica sean cuantitativamente importantes; en este sentido, la Sentencia de la Audiencia Nacional de 23 de abril de 1998 (Ponente: J. Guerrero Zaplana) recaída en el asunto *J. Sánchez Rincón/Gestión Integral de Patrimonios, S.A., S.G.C.* manifestaba que no podía aceptarse “...que un integrante del Consejo de Administración (con la obligación de honorabilidad personal y profesional que le impone el R.D. 1393/90) así como con los conocimientos y experiencias adecuados a la actividad a desarrollar por estas entidades) pueda ser ajeno a unas *operaciones de notable importancia* para la sociedad...”.

La construcción es aparentemente sugerente: cuanto mayor sea en términos cuantitativos la operación en que se sustancia la infracción, menos verosímil serán aquellos argumentos del administrador expedientado sobre el que era ajeno a las mismas. Ahora bien, de menor o mayor importancia, notable o insignificante, lo cierto es que lo determinante es si el administrador o directivo

conocieron o deberían de haber conocido desplegando aquella actividad racionalmente posible los hechos objeto de la sanción.

En definitiva, ni una inadmisibles extensión de la *culpa in vigilando* más allá de los límites de lo racionalmente posible, ni el argumento de que los hechos eran en sí mismos de suficiente relevancia o entidad, pueden sustituir el necesario análisis pormenorizado y casuístico de la culpabilidad de la persona expedientada.

## 5. Error invencible

La relevancia del error en el Derecho Administrativo Sancionador es corolario del principio de dolo o culpa. Al vincularse la responsabilidad a una previa conducta culpable el error desempeña un papel protagonista, pues su presencia puede determinar la exclusión absoluta o relativa de responsabilidad.

Concretamente, y sin entrar aquí en el análisis y tipología de los diferentes tipos de errores, el error objetivamente invencible o creencia racionalmente fundada de que concurren los presupuestos para que la conducta sea ajustada a Derecho o, lo que es lo mismo, la ignorancia fundada de la ilicitud del hecho constitutivo de la infracción (error de prohibición), es una causa de exoneración de la responsabilidad administrativa, al igual que lo es de la responsabilidad penal por aplicación del artículo 14 del Código Penal<sup>(98)</sup>.

La absoluta erradicación de la responsabilidad objetiva y la consiguiente exigencia de culpa o dolo conllevan la relevancia del error. El punto de partida de su admisibilidad expresa como de exoneración de la responsabilidad administrativa viene recogido por la Sentencia 76/1990 de 26 de abril (FJ 4), referida a la reforma de la LGT, al señalar lo siguiente:

“...Si no hay responsabilidad objetiva, no es necesario que se haga constar expresamente el error de Derecho como causa que exonere de dicha responsabilidad, más ello no significa que resulte irrelevante (...) Precisamente porque la ley vincula esta responsabilidad a una previa conducta culpable, es evidente que el error de Derecho —singularmente el error invencible— podrá producir los efectos de exención o atenuación que le son propios en un sistema de responsabilidad subjetiva...”

Pues bien, un análisis de la jurisprudencia de nuestro Tribunal Supremo (Sala 3ª) no permite abrigar duda alguna acerca de la aplicabilidad de esta circunstancia eximente de la responsabilidad.

---

(98) Para un excelente análisis de la problemática del error en el contexto del estudio de la culpabilidad, puede verse el estudio de GONZÁLEZ PÉREZ & GONZÁLEZ NAVARRO, cit. supra, vol. II, pp. 2638 y ss.

Así, la sentencia del Tribunal Supremo de 23 de diciembre de 1997 estimaba el recurso de apelación y anulaba las resoluciones sancionadoras por ocupación de terrenos en zonas de dominio público sin autorización<sup>(99)</sup>. En palabras del propio Tribunal Supremo, “...esta situación incide en el plano de la culpabilidad del actor *quien actúa bajo la creencia de estar respaldado por una autorización válida* que le habilitaba para ocupar los terrenos de la playa por los que es sancionado, por lo que no se puede apreciar la culpabilidad del actor...”.

De igual forma, en sentencia del Tribunal Supremo (Sala 3<sup>a</sup>) de 8 de marzo de 1993 (Ponente: García Carrero), la Sala desestima el recurso de apelación interpuesto por el Abogado del Estado contra sentencia que anuló por sanción impuesta a la Mutua Patronal de Accidentes de Trabajo, por no haber satisfecho al beneficiario la prestación económica por invalidez transitoria laboral desde enero de 1980 en que dejó de percibirlo de su empresa, en pago delegado por encontrarse la empresa en situación de descubierto respecto al pago de las cuotas de la Seguridad Social desde hacía 4 años. Considera el Tribunal Supremo que en el “...comportamiento de la Mutua Patronal se aprecian motivaciones y estímulos de significación análoga al *error de prohibición o falta de constancia de su ilegalidad*; comportamiento omisivo que de los antecedentes disponibles en las actuaciones no permiten relacionarlo causalmente con la posible desidia o negligencia de la Mutua Patronal...”.

Pues bien, siendo evidente que la ignorancia de las leyes no excusa de su cumplimiento (art. 6.1 C.Civil)<sup>(100)</sup> y que debe presumirse por otra parte que los administradores y directivos de las entidades de valores tienen un elevado grado de formación y preparación, lo cierto es que existen normas técnicas complejas y tipos muy abiertos que permiten un amplio margen interpretativo. Si existe un ámbito en el que la interpretación de las normas reviste indudable

---

<sup>(99)</sup> Se trataba de la instalación de mesas y sillas en la zona de la Playa de Maspalomas, en la que la ocupación de los bienes en la zona de carácter demanial venía realizándose en virtud de autorización otorgada por el Ayuntamiento de San Bartolomé de Tirajana, que durante 10 años había otorgado la ocupación de esa zona a varios comerciantes del ramo de la hostelería.

<sup>(100)</sup> No podemos dejar de poner de manifiesto, sin embargo, la alarma que ha suscitado en nuestra doctrina administrativista la proliferación de normas cada vez más complejas y numerosas. En palabras de A. NIETO, “...esta es una de las manifestaciones más alarmantes del Estado moderno: impone a los ciudadanos obligaciones que éste ni conoce ni puede conocer y le sanciona por su incumplimiento. Quienes se escandalizan por la existencia de leyes secretas del viejo Estado absoluto no se percatan de que hoy la situación es en este punto incomparablemente peor. Y quienes demuestran la arbitrariedad punitiva de aquel Estado no quieren reconocer que hoy, por lo dicho, todo ciudadano está en manos de la Administración, de cuya arbitrariedad —hoy tolerante, mañana severa— depende la imposición de sanciones”. Vid. NIETO, *Derecho Administrativo Sancionador*, cit. supra, p. 371.

complejidad es en el Derecho del mercado de valores; por ello, el error invencible puede constituir una realidad fuera de toda duda.<sup>(101)</sup>

## IX. CONCLUSIONES

El análisis de la jurisprudencia contencioso-administrativa recaída en materia del Derecho del mercado de valores sobre responsabilidad de los administradores y directivos permite concluir con una primera constatación: salvo contadísimas excepciones, la práctica totalidad de las resoluciones sancionadoras recaídas en vía administrativa han sido confirmadas en su integridad. Únicamente, en algunos casos muy puntuales, se ha procedido a moderar la cuantía de la sanción impuesta por aplicación del principio de proporcionalidad o se ha revocado parcialmente la resolución administrativa por haberse vulnerado el principio *non bis in idem*. En cuanto al fondo del asunto, y salvo contadísimas excepciones, no existe prácticamente jurisprudencia por la que se revoque la resolución administrativa. En consecuencia, y en términos prácticos, puede concluirse que el administrador o directivo que haya sido sancionado por la Administración tiene poquísimas probabilidades de que el recurso vaya a mejorar su suerte.

Ello plantea una serie de interrogantes no exentas de interés y complejidad. Por una parte, ello podría atribuirse a la mayor calidad y rigor con que se instruyen los expedientes sancionadores en sede administrativa por parte de la CNMV, lo que puede ser una indudable indicación del buen funcionamiento de agencias administrativas independientes en nuestro país<sup>(102)</sup>. Por otra parte, podría argumentarse que la complejidad técnica de la mayoría de las cuestiones que se ventilan por tratarse de un ámbito del ordenamiento jurídico muy concreto dificultan una adecuada valoración de las cuestiones de fondo que se plantean a los órganos jurisdiccionales, lo que plantea una vez más la conveniencia de crear salas especializadas en esta materia. Finalmente, podría también concluirse que las personas sancionadas eran en todos los casos “responsables” de las infracciones que se les imputaban, por lo que la conclusión no podría ser otra, interpretación esta ciertamente discutible.

---

(101) Como es sabido, si el error no era invencible, podrá constituir en todo caso un argumento que incida sobre la graduación de la sanción.

(102) Sobre las agencias administrativas independientes, pueden verse los trabajos de MORENO MOLINA, *La administración por agencias en los Estados Unidos de América*, Madrid, 1995; BETANCOR RODRÍGUEZ, *Las Administraciones independientes: un reto para el Estado Social y Democrático de Derecho*, Madrid, 1994; SALA ARQUER, “El Estado neutral: contribución al estudio de las administraciones independientes”, REDA, núm. 42, 1984, pp. 401 y ss.

Con independencia de la conclusión que quiera adoptarse, incluso si se trata de una combinación de ellas, no podemos dejar de poner de manifiesto lo siguiente. Es cierto que tanto la CNMV como los tribunales insisten una y otra sobre la necesidad de la concurrencia del elemento subjetivo de la infracción, bien en su manifestación de dolo o intencionalidad, o culpa o negligencia, sin que resulte posible la imputación del resultado desde principios objetivos de responsabilidad. No obstante, en la práctica, salvo que el administrador tenga una causa de exoneración clara y específica, se constata la existencia de una responsabilidad cuasi-objetiva aunque no se diga, de tal suerte que, sancionada la persona jurídica, sigue casi automáticamente la sanción al administrador.

El Tribunal Constitucional ha sentado que la aplicación de los principios inspiradores del Derecho penal al ámbito del Derecho administrativo sancionador no puede hacerse mecánicamente y sin matices. Ahora bien, estos “matices” no pueden querer decir que los tribunales caigan en el expediente fácil de deducir mecánicamente la culpabilidad de los administradores y directivos siempre que se haya producido una infracción por parte de la persona jurídica. No basta testimoniar de manera formalista el reconocimiento de la necesaria culpabilidad y la imposibilidad de sancionar sobre la base de criterios de responsabilidad objetiva, como tampoco basta “reciclar”, de forma un tanto mecánica, los hechos y fundamentos de Derecho en que se sustentaba la sanción en vía administrativa; sería deseable constatar un análisis pormenorizado de la conducta específica del administrador o directivo expedientado.

A nuestro juicio, existe una evidente tendencia en la jurisprudencia a trasladar de forma mecanicista determinadas hipótesis que, si bien pudieran ser consideradas razonables en abstracto, deben contrastarse siempre con la realidad de los hechos. Así, nos parece que hay un abuso claro del razonamiento lógico-deductivo consistente en afirmar que, puesto que el administrador tiene unas elevadas obligaciones de diligencia, puesto que se le presuponen especiales conocimientos y experiencia en el sector y puesto que los hechos imputados revisten generalmente una clara relevancia para la entidad, debió ser responsable, al menos, por omisión. En definitiva, existe un cierto abuso de fórmulas estereotipadas<sup>(103)</sup> y escaso análisis de la conducta individual del administrador o directivo sancionado; en la práctica, ello supone prácticamente sancionar al administrador o directivo en todos los casos, por lo que nos acercamos peligrosamente a un modelo de responsabilidad objetiva.

---

(103) El abuso de fórmulas estereotipadas resulta ya especialmente preocupante cuando los propios Fundamentos Jurídicos se “fusilan” *in toto* de una sentencia a la otra. No cabe duda de que el ordenador y los programas de tratamiento de textos son los principales aliados del principio de responsabilidad objetiva...

Por último, no podemos dejar de constatar la peligrosa tendencia que se ha venido consolidando en la jurisprudencia analizada de deducir la responsabilidad del administrador en función de la magnitud o trascendencia de la operación ilícita que está en la base de la determinación de responsabilidad; con ello, parece ignorarse que muchas veces el administrador ni conocía los hechos, ni podía razonablemente esperarse de él que los conociera por mucho que hubiera desplegado deberes de vigilancia y de supervisión. Ello conduce a una inadmisibles extensión de la responsabilidad “por omisión” por vía de la *culpa in vigilando*, que es *de facto* equiparable a una responsabilidad objetiva. Bien está que los deberes y obligaciones de los administradores y directivos de intermediarios del mercado de valores sean especialmente onerosos por la especial trascendencia del sector y de los bienes jurídicos tutelados pero ello no puede traducirse en una transgresión *de facto* de los límites constitucionales antes examinados. La reciente aparición de algunas importantes sentencias en las que se acota el ámbito de la responsabilidad de los administradores a aquellas actividades que fueran “racionalmente posibles” para el administrador puede corregir esta perniciosa tendencia.

No cabe duda que con la experiencia acumulada hasta la fecha, la CNMV ha puesto de manifiesto los problemas que en materia de tipificación de infracciones y determinación de sujetos infractores venía encontrando a la hora de aplicar el régimen sancionador. Así, la reforma operada con la Ley 3/1994, de 14 de abril, y recientemente con la Ley 37/1998 de reforma del Mercado de Valores, han servido para mejorar los tipos de infracción y la delimitación de los sujetos infractores, dotando con ello a nuestro Derecho del mercado de valores de un régimen de responsabilidad administrativa más coherente, sistemático y eficiente. Pues bien, 10 años después de la entrada en vigor de la LMV, las exigencias de una tutela judicial efectiva en el ámbito sancionador demandan una urgente revisión de esta asignatura pendiente, como es acomodar la necesaria exigencia de responsabilidad a administradores y directivos a los imperativos constitucionales, no solo en un plano formal sino en un plano material<sup>(104)</sup>.

---

<sup>(104)</sup> Para una nítida exposición de estas cuestiones y de la problemática general de los derechos constitucionales en el ámbito del mercado de valores puede verse la interesante monografía de SUÁREZ DE LEZO CRUZ-CONDE, *La tutela judicial en el mercado de valores*, Madrid, 1999, pp. 124 y ss.

# **RESPONSABILIDAD ADMINISTRATIVA POR INFRACCIÓN AL RÉGIMEN DE PARTICIPACIONES PROPIAS Y RECÍPROCAS EN SOCIEDADES ANÓNIMAS**

M.<sup>a</sup> DE LA SIERRA FLORES DOÑA

*Titular de Derecho Mercantil  
Universidad Complutense de Madrid*

---

## **SUMARIO**

- I. INTRODUCCIÓN.
  - II. PANORÁMICA LEGISLATIVA.
  - III. RESPONSABILIDAD ADMINISTRATIVA.
    - 1. Fundamentos y caracterización.**
    - 2. Sujetos responsables. Administradores y personas con poder representativo.**
    - 3. Presupuestos de la responsabilidad.**
      - A) Infracción de las limitaciones a la adquisición y demás deberes vinculados a la situación y destino de las participaciones propias y recíprocas.
      - B) Actuación negligente.
      - C) Aspectos procedimentales. Remisión.
    - 4. Sanción pecuniaria.**
  - IV. CONSIDERACIONES FINALES.
-

## I. INTRODUCCIÓN

Las legislaciones coinciden en disponer medidas, de naturaleza heterogénea (obligación de desprenderse de las participaciones adquiridas contraviniendo las restricciones legales; suspensión de los derechos correspondientes a todas o partes de las participaciones adquiridas) encaminadas a asegurar el cumplimiento del régimen de adquisición, situación y destino de las participaciones propias y recíprocas. Dentro de estas previsiones se encuentra la responsabilidad de los administradores y otros “directivos”, de carácter civil, penal y administrativa, constituyendo esta última el objeto del presente trabajo. La inserción de la responsabilidad administrativa en el sistema privado de las participaciones propias y recíprocas explica las particularidades de su construcción, en la que se fusionan elementos de Derecho Público (supuestos de hecho normativo delimitados conforme a los principios de legalidad y tipicidad de la potestad administrativa sancionadora) y Privado (los criterios de culpabilidad según el Derecho de sociedades) de tal forma cohesionados que no pueden aislarse a la hora de su examen, sino que han de interpretarse en paralelo y en coordinación, no sólo con el resto de los supuestos de responsabilidad legal y demás medidas integradas en el régimen sancionador, sino con la pretensión que hoy se le reclama a la disciplina de las participaciones propias y recíprocas, de lograr un equilibrio de los intereses existentes en el Mercado: de un lado, el del Estado y de las propias empresas, de fomentar y financiar el crecimiento empresarial para lograr la mayor eficiencia y competitividad de las empresas en la concurrencia nacional e internacional; de otro, el de las sociedades implicadas, sus socios y acreedores, mediante las correspondientes medidas que garanticen la inalterabilidad de sus respectivos patrimonios, así como sus derechos y facultades en la organización societaria <sup>(1)</sup>.

---

<sup>(1)</sup> Los riesgos típicos de las participaciones propias y recíprocas en la estructura patrimonial y administrativa de las sociedades de capital es la referencia que ha estado presente a la hora de restringir o autorizar y regular los casos que constituyen la esencia del régimen vigente. Pero este esquema tradicional se enfrenta actualmente a corrientes comparadas encontradas. De un lado, la representada por algunos sujetos y asesores empresariales, que reclaman una mayor restricción de estas operaciones como medio para liberalizar el Mercado del control de las empresas y, de este modo, seleccionar las más competitivas. De otro, la integrada por la literatura científica más tradicional que, dentro de los límites estrictos de protección de los principios esenciales del modelo legal de las sociedades de capital, propugnan una mayor flexibilización del sistema actual para captar inversiones extranjeras y, de este modo, lograr mayor competitividad de las empresas nacionales. Estas ideas son desarrolladas ampliamente en el capítulo segundo de mi trabajo relativo a las “Participaciones recíprocas entre sociedades de capital”, RdS monografía 11, Pamplona 1998; págs. 152-176.

## II. PANORÁMICA LEGISLATIVA

El temario relativo a la responsabilidad de los “administradores y otros directivos” de las sociedades anónimas por infracción al régimen de las participaciones propias y recíprocas es casuístico en los sistemas legislativos actuales y, dentro de ellos, divergen las soluciones dispensadas a los distintos supuestos normativos y según se trate del incumplimiento de las limitaciones o condicionamientos que rigen la adquisición o se refiera a la inobservancia de las previsiones vinculadas a la situación y destino de participaciones propias o recíprocas (deberes de información; deber de abstenerse de ejercer los derechos en suspenso correspondientes a las participaciones adquiridas; obligación de desprenderse de las participaciones no autorizadas). Este casuismo podría explicarse en el distinto estado evolutivo de los sistemas legislativos entre sí; en la importancia diversa que presenta cada una de las medidas incumplidas dentro del régimen y en las motivaciones de coordinación de la disciplina sobre participaciones propias y recíprocas con las opciones de política jurídica que cada legislador dispone en los distintos sectores de su ordenamiento jurídico. La pluralidad normativa se acentúa igualmente por la práctica ausencia de previsiones al respecto en la legislación comunitaria. La cuestión relativa a la responsabilidad civil y penal de los administradores se remite inicialmente a las legislaciones nacionales (Anteproyecto de II Directriz, Doc. 6.063/III/65/F, arts. 16, último párrafo, y 20 para las participaciones propias; art. 39 para las participaciones recíprocas)<sup>(2)</sup>. Finalmente, la II Directriz de sociedades sólo se ocupa de la responsabilidad civil de los administradores por infracción de la prohibición de adquisición originaria de participaciones propias o de la sociedad dominante y consistente en el desembolso de las participaciones adquiridas (art. 18.3 de la II Directriz, 77/91/CEE, conforme a la formulación del art. 24 bis introducido por la Directriz 92/101/CEE)<sup>(3)</sup>.

Pese a todo, el tratamiento comparado de la responsabilidad de los administradores presenta algunas notas comunes, tanto en el proceso de su formación como en las líneas básicas de su contenido. Tradicionalmente, la disciplina de las participaciones propias y recíprocas se ha acompañado de un régimen de responsabilidad de los administradores, de carácter penal y personal (art. 226

---

(2) El texto del Anteproyecto puede verse reproducido en la Riv. Soc. 1965, núm. 6, noviembre-diciembre, págs. 1.215 y ss.

(3) La Directriz 92/101/CEE del Consejo, de 23 de noviembre de 1992, modifica la Directiva 77/91/CEE, relativa a la constitución de sociedades anónimas y al mantenimiento y modificaciones de su capital (DOCE, L. 347/1964, de 28 de noviembre de 1992), extiende parcialmente el régimen de las acciones propias a las adquisiciones realizadas por una sociedad dominada respecto de las acciones de su sociedad dominante, con la pretensión de evitar la elusión del régimen diseñado por la Directriz 77/91/CEE (Considerando tercero).

del HGB, según la redacción de la AktV 1931; art. 2.630 del CC italiano de 1942; art. 8 de la ley francesa del 43). La normativa se complementa dogmáticamente con la aplicación subsidiaria de la responsabilidad “civil” de los administradores frente a la sociedad, socios y acreedores, por los daños ocasionados por estas operaciones en los principios ordenadores de la integridad y conservación de la cifra de capital social<sup>(4)</sup>. La disciplina se irá completando y perfeccionando paulatinamente, tanto respecto de los supuestos de incumplimiento, como en la naturaleza, alcance y criterios de imputabilidad. Asimismo, se reforzará respecto de las sociedades cotizadas en las respectivas legislaciones bursátiles. De igual modo, el régimen general de responsabilidad civil de los administradores seguirá cumpliendo predominantemente una función residual en el marco de la disciplina relativa a las participaciones propias y recíprocas. Las líneas básicas del contenido normativo de la responsabilidad presentan actualmente las siguientes características. En primer lugar, su funcionamiento se conecta, no sólo al incumplimiento de las restricciones legales a la adquisición de participaciones propias y recíprocas, sino también a la infracción de las demás previsiones vinculadas a dichas situaciones (deber de notificación a la sociedad participada; de información a los socios; de abstenerse de ejercer los derechos correspondientes a las participaciones en cuestión o de desprenderse de las no autorizadas), contrariamente a su conexión inicial con la exclusiva infracción de la prohibición. En segundo lugar, la responsabilidad alcanza, no sólo a los miembros del órgano administrativo —administradores y miembros del órgano de vigilancia—, sino también a promotores, socios fundadores (arts. 2.621 y 2.640 del CC italiano; arts. 400 y 405 AktG alemana; arts. 481 y 482 de la LSM francesa) y otros sujetos en los ordenamientos latinos: los “gerentes y directores generales” en la legislación francesa; los censores de cuentas en el CC italiano. En cuanto a la naturaleza de la responsabilidad, los sistemas normativos se inclinan por una responsabilidad prevalentemente administrativa-penal, consistente en multa pecuniaria y pena de privación de libertad. Junto a ella y con ámbito restringido a la adquisición originaria de participaciones propias o de la sociedad dominante por parte de la sociedad dominada se prevé una responsabilidad civil, consistente en el desembolso de las participaciones adquiridas contraviniendo la prohibición (de acuerdo con lo exigido en el art. 18.3 de la II Directriz modificada por la 92/10/CEE).

El TRLSA español de 1989 opta igualmente por un régimen especial de responsabilidad de los “administradores” y otros posibles implicados en el in-

---

(4) Vid., entre otros, COSACK, K.: *Tratado de Derecho Mercantil*, trad. de la 12ª ed. alemana por POLO, A., Madrid, 1935, pág. 337; FERRARA, F.: *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1952, pág. 326; HOUPIIN, C. y BOSVIEUX, H.: *Traité général théorique et pratique des Sociétés civiles et commerciales et des Associations*, T. I, París, 1918, pág. 553.

cumplimiento de la disciplina relativa a las participaciones propias y recíprocas. Junto a una responsabilidad civil por el desembolso de las participaciones adquiridas originariamente contra la prohibición absoluta dispuesta en el art. 74.1 y contemplada en los números 2 y 3<sup>(5)</sup>, el art. 89 del TRLSA se ocupa de la responsabilidad administrativa<sup>(6)</sup>. Y de modo similar a lo que acontece en el contexto europeo, este régimen podría verse completado con la aplicación subsidiaria de la normativa general de responsabilidad civil de los administradores por los daños causados al patrimonio social, al de los socios o acreedores, con ocasión de la realización de dichas operaciones (*ex arts. 133 a 135 del TRLSA*)<sup>(7)</sup> y, eventualmente, con una responsabilidad penal si en la infracción

(5) El art. 74.2 y 3 del TRLSA obliga a desembolsar el importe de las participaciones adquiridas originariamente por la propia sociedad o por parte de su sociedad dominada. El carácter resarcitorio de la responsabilidad por desembolso se desprende del contenido económico de la responsabilidad “importe de las participaciones adquiridas”, en conexión con el alcance que la operación conlleva en la integridad de la cifra de capital social. De esta manera, la responsabilidad por desembolso actúa como mecanismo de garantía del principio de correspondencia entre la cifra del capital social y el valor del patrimonio existente en la sociedad que, a su vez, constituye el fundamento de la prohibición radical a la sociedad de adquirir originariamente sus propias participaciones o las de su sociedad dominante (art. 74.1 del TRLSA). Y esta función reintegradora del patrimonio social coincide con la pretendida igualmente con el régimen general de responsabilidad civil de los administradores, dispuesto en los arts. 133 a 135 del TRLSA, respecto de los daños causados al patrimonio de la sociedad, de los socios o terceros.

(6) El art. 89 del TRLSA establece el Régimen sancionador de las participaciones propias, significativas y recíprocas. Sus tres primeros números declaran:

“1. Se reputará infracción el incumplimiento de las obligaciones o la vulneración de las prohibiciones establecidas en la presente sección.

2. Las infracciones anteriores se sancionarán con multa por importe de hasta el valor nominal de las acciones suscritas, adquiridas por la sociedad o por un tercero con asistencia financiera, o aceptadas en garantía o, en su caso, las no enajenadas o amortizadas.

Para la graduación de la multa...

3. Se reputarán como responsables de la infracción a los administradores de la sociedad infractora y, en su caso, a los de la sociedad dominante que hayan inducido a cometer la infracción. Se considerarán como administradores no sólo a los miembros del consejo de administración, sino también a los directivos o personas con poder de representación de la sociedad infractora. La responsabilidad se exigirá conforme a los criterios previstos en los artículos 127 y 133 de la presente ley.”

(7) El régimen general de responsabilidad civil de los administradores podría complementar el régimen sancionador de las participaciones propias y recíprocas que conlleven un daño patrimonial y que no hayan sido resueltas positivamente. La aplicación subsidiaria de dicho régimen general sería posible, en razón a la función general que cumplen los artículos 133 a 137 del TRLSA respecto de la responsabilidad civil de los administradores, por los daños causados al patrimonio social, de los socios y acreedores (vid. ALONSO UREBA, A.: “Presupuestos de la responsabilidad social de los administradores de una Sociedad Anónima”, RDM, 1990, núm. 198, págs. 639 y ss.; ESTEBAN VELASCO, G.: Voz “Responsabilidad civil de los administradores” en *Enciclopedia jurídica básica*, dirigida por MONTOYA, A., Madrid,

de la disciplina que nos ocupa concurren los elementos tipificadores de algunos de los delitos societarios contemplados en el Código Penal<sup>(8)</sup>.

### III. RESPONSABILIDAD ADMINISTRATIVA

#### 1. Fundamentos y caracterización

La responsabilidad administrativa de los administradores y otros sujetos implicados directa o indirectamente en la operación se establece en el art. 89 del TRLSA, recibiéndose parte del contenido tradicional de la responsabilidad pe-

---

1994, T. IV, págs. 5.912 y ss.; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., GARCÍA-PITA, D., y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, A.: “Responsabilidad de los administradores de sociedades de capital en la esfera jurídico societaria” en *Responsabilidad de Consejeros y altos cargos de sociedades de capital*, Madrid, 1996, págs. 10 y ss.; POLO, E.: “Los administradores y el Consejo de Administración de la Sociedad Anónima” en *Comentario al régimen legal de las Sociedades Mercantiles*, dirigido por URÍA, R., MENÉNDEZ, A., y OLIVENCIA, M., T. VI, Madrid, 1991, 279 y ss. SÁNCHEZ CALERO, F.: “De los Administradores (arts. 123 a 143)” en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1990, T. IV, págs. 236 y ss.). No obstante, su aplicación complementaria al marco de las participaciones propias y recíprocas precisaría de una correcta coordinación entre la disciplina sobre responsabilidad general de los administradores y la relativa a las operaciones que examinamos. En este sentido, se requeriría el silencio de la norma sobre participaciones recíprocas respecto de una posible responsabilidad civil por el daño patrimonial ocasionado. También precisaría que esa lesión no se resolviera técnicamente por otra vía distinta de la responsabilidad (como acontece con la obligación de desprenderse de las participaciones no autorizadas).

(8) La responsabilidad penal de los “gestores” por violación de la disciplina sobre participaciones recíprocas ya se postulaba desde los primeros planteamientos dogmáticos, en torno a la prohibición de las participaciones recíprocas, en base a la protección de la cifra de capital social. Enseguida encontró respaldo legislativo en las orientaciones europeas de las participaciones propias y recíprocas, pero respecto de las que guarda silencio el legislador español. En nuestro Derecho, la responsabilidad penal de los “administradores” sociales sólo sería posible por vía indirecta, pues quedaría reservada a los supuestos que en la inobservancia de la disciplina sobre participaciones recíprocas concurren los elementos tipificadores de algunos de los delitos societarios contemplados en el Código Penal. Así, por ejemplo, la negación de los administradores de sociedades cotizadas a la actividad supervisora de la CNMV podría significar la existencia de un delito de “obstrucción a la actuación de la Administración Pública”, tipificado en el art. 294 del CP. De modo similar, la falta de veracidad en el cumplimiento de los deberes informativos en materia de participaciones propias o recíprocas (por ej. en materia de notificación, mención de la misma en la contabilidad) podría dar lugar a un delito de “falsedad documental” (art. 290 del CP). (Un examen de los delitos societarios puede verse en SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M.: “Los delitos societarios”, RdS, 6, monográfico, pág. 99). No obstante, la compatibilidad penal-administrativa estaría sometida a los límites generales impuestos por el principio *non bis in idem*, según el cual no podrá recaer duplicidad de sanciones en los casos de identidad de supuestos normativos (sujetos, hechos y fundamento) (art. 137.2 de la LRJAP y reconocido unánimemente por la doctrina jurisprudencial y científica. Vid., entre otros, JIMÉNEZ-BLANCO, G.: “El derecho sancionador del Mercado de Valores en la jurisprudencia de los tribunales contencioso-administrativos (1991-1996)”, RDBB, 1997, núm. 65, págs. 166 y ss.;

nal-administrativa acogida en el marco comparado para las participaciones propias y recíprocas (entre ellos, los vigentes arts. 2.630.2 y 3 del CC italiano; art. 405 de la AktG; arts. 481 y 482 de la LSM francesa). Como en ellos, la responsabilidad administrativa consiste en multa pecuniaria por infracción culpable de las restricciones u otros deberes vinculados a dichas operaciones<sup>(9)</sup>.

La responsabilidad administrativa es jurídico-pública pues se asume frente a la CNMV, cuya potestad sancionadora en materia de participaciones propias y recíprocas se le reconoce en el art. 89.5 del TRLSA<sup>(10)</sup>. No obstante, su construcción normativa presenta aspectos igualmente privados, según resulta para los criterios de imputabilidad por la remisión expresa del art. 89.3, *in fine* y de su integración en el régimen privado de las participaciones propias y recíprocas. De aquí las particularidades de su interpretación, según se ha señalado anteriormente y se comprobará en las sucesivas páginas. El carácter resarcitorio de la responsabilidad civil, en relación con el daño patrimonial real o potencialmente producido por la operación de participación propia o recíproca, contrasta con la finalidad fundamentalmente represiva de la multa administrativa<sup>(11)</sup>, respecto de incumplimientos en materia de participaciones propias y recíprocas. Esta función principalmente represiva de la sanción pecuniaria deriva del tenor de los preceptos comparados y del propio texto español, toda vez que el mecanismo sancionador se pone en marcha con el incumplimiento de la normativa que nos ocupa, de acuerdo con el tenor del art. 89.1 del TRLSA, ya reproducido.

Este carácter represivo de la multa administrativa respecto de conductas negligentes adoptadas por los administradores justifica su no incidencia en las

---

PARADA, J.: Voz “Non bis in idem” en *Enciclopedia jurídica básica*, cit., vol. III, págs. 4.436 y ss.; PÉREZ-ARDA, J.: “Responsabilidad de Consejeros y altos directivos en el ámbito del Derecho Administrativo sancionador: Consideraciones generales”, en *Responsabilidad de Consejeros y altos cargos...*, cit., pág. 145.

(9) El art. 89.1 del TRLSA reputa “infracción el incumplimiento de las obligaciones o la vulneración de las prohibiciones establecidas en la presente sección”, sancionándose con “multa” pecuniaria, en el núm. 2.

El art. 42.1 de la LSL también considera “infracción, sancionable con multa pecuniaria, el incumplimiento de cualquiera de las prohibiciones...”.

(10) El art. 89.5 del TRLSA declara que “La competencia para la iniciación, instrucción y resolución de los expedientes sancionadores resultantes de lo dispuesto en la presente sección se atribuye a la Comisión Nacional del Mercado de Valores”.

(11) El carácter represivo de la multa administrativa se señala por GARCÍA-LUENGO, R. y SOTO VÁZQUEZ, R.: *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima*, Granada, 1991, pág. 424. Esta función represiva de la multa se corresponde con la función general llamada a cumplir por las sanciones administrativas, ya que las mismas son consideradas como “medio represivo que se pone en marcha precisamente porque la obligación no se ha cumplido” (de esta manera se manifiesta por GARRIDO FALLA, F.: *Tratado de Derecho administrativo*, T. II, Madrid, 1992, pág. 148).

consecuencias negativas que la operación de participaciones propias y recíprocas produzcan (o pudieran producir) en el patrimonio de la sociedad o sociedades implicadas en la operación; extremo que ha merecido críticas en el plano de las “acciones propias” por entender que su aplicación puede significar el “enriquecimiento del Fisco y el sacrificio de los intereses legítimos de quienes deberían ser los primeros y principales destinatarios de la tutela de las normas”<sup>(12)</sup>. Es cierto que este peligro puede producirse en algunos supuestos de coexistencia de responsabilidad civil-administrativa en la violación de los supuestos que examinamos, toda vez que el efecto inmediato de la sanción administrativa es la de reprimir la actuación de los sujetos responsables y no la de reponer el patrimonio social lesionado por la operación de participaciones propias o recíprocas, como acontece con la responsabilidad civil. Así por ejemplo podría ocurrir si la responsabilidad administrativa por adquisición originaria de participaciones precediera al ejercicio de la acción de responsabilidad civil por el desembolso; en este caso, tendría alguna justificación la posición crítica respecto de la responsabilidad administrativa, en torno a la desprotección de los “legítimos intereses de quienes deberían ser los primeros y principales destinatarios de la tutela de las normas”. Pero fuera de los supuestos realizados mediante adquisición originaria de participaciones y con cargo a la cifra de capital o patrimonio vinculado, no se produce la mencionada desprotección de los intereses tutelados con la disciplina legal o la misma encuentra normalmente su satisfacción por otros mecanismos alternativos. En unos casos, porque la infracción de la disciplina, en sí misma considerada, no conllevará daño patrimonial alguno y sólo será posible la responsabilidad administrativa (por ejemplo, en el incumplimiento del deber de notificación de una participación significativa o la ausencia de su mención en la contabilidad social); en otros, porque el propio régimen que examinamos establece medidas alternativas a la posible despatrimonialización de la sociedad, sin

---

(12) Esta posición crítica de la responsabilidad administrativa ha sido encabezada por JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. (“La adquisición por la sociedad anónima de sus propias acciones”, cit., págs. 230-231) y compartida por VÁZQUEZ CUETO, J. (“Régimen jurídico de la autocartera”, cit., págs. 576-577), aunque posteriormente se ha entendido que la objeción “carece de consistencia, pues se basa en una apreciación de los efectos *ex post* de la norma —todas las sanciones penales son *ex post* socialmente costosas— y no de una evaluación de los efectos preventivos que produce *ex ante*” (PAZ-ARES, C. y VELASCO CABALLERO, F.: *Infracciones administrativas y autocartera en la Sociedad Anónima*, Madrid, 1997, pág. 3). Frente a estas discusiones, la interpretación literal del precepto que se examina en el texto es la predominante en el seno de la doctrina española, tanto en el marco de las participaciones propias (vid. por todos para la sociedad anónima GARCÍA-LUENGO, R. y SOTO VÁZQUEZ, R.: *El nuevo régimen jurídico de la Sociedad Anónima*; cit.) como recíprocas (vid. “DUQUE, J.: “El derecho de las empresas vinculadas en la legislación española”, RDBB, 1989, núm. 35, págs. 517-518; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: “Las participaciones recíprocas en la Ley de Sociedades Anónimas”, RDBB, 1990, núm. 39, págs. 532-33).

necesidad de recurrir a la acción de responsabilidad civil. Tal acontece con el deber de desprenderse de las participaciones de la sociedad dominante adquiridas por su dominada, sin el correspondiente Acuerdo de autorización de la Junta General. Pero es que, con carácter general a todos los supuestos, los propios órganos de la Administración Pública en el ejercicio de su potestad sancionadora se encuentran vinculados, no sólo por los principios ordenadores de la responsabilidad administrativa y básicamente contenidos en la LRJAP, sino, sobre todo, por los intereses patrimoniales y administrativos, expresa e implícitamente contenidos en la legislación privada de las participaciones propias y recíprocas en el marco de las anónimas (arts. 74 a 88 del TRLSA), pues en esta tutela precisamente reside la fundamentación última de la potestad sancionadora reconocida a la CNMV en el art. 89 del TRLSA. La protección de dichos intereses es claramente perceptible con el curso evolutivo comparado de toda la normativa de participaciones propias y recíprocas. También resulta de la función de la CNMV, de “velar por la protección de los inversores” (art. 13 de la LMV, segundo párrafo) y de recurrir al estatuto privado de las sociedades anónimas para determinar la responsabilidad administrativa (art. 89.3 *in fine* del TRLSA). Y es en este contexto de principios ordenadores públicos-privados, en los que la Comisión del Mercado de Valores tendrá que ponderar todos los intereses en juego a la hora de imponer sanciones administrativas, con el fin de evitar que una multa excesiva pudiera dificultar o impedir la satisfacción de la prestación que le correspondería a los responsables por los “daños” producidos en el patrimonio social o en el particular de los socios y terceros.

Pero la responsabilidad administrativa cumple igualmente una función indirecta “disuasoria” de futuras conductas negligentes, coincidiendo con la civil en su finalidad preventiva general, de asegurar la eficacia del sistema legal<sup>(13)</sup>. Esta función disuasoria ha sido valorada positivamente en el marco general de la responsabilidad de los administradores<sup>(14)</sup>. En principio, esta opinión podría trasladarse a los supuestos que examinamos y se vería favorecida por la construcción técnica de los mismos. En este sentido, todas las personas implicadas en la operación y que se encuentran afectadas por el régimen de responsabilidad

---

(13) De este modo se manifiestan para las acciones propias JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.: “La adquisición por la sociedad anónima de sus propias acciones”, AAMN, 1991, T. XXXI, pág. 229 y VÁZQUEZ CUETO, J.C.: *Régimen de la Autocartera*, Madrid, 1995, pág. 569.

(14) En el ámbito de la responsabilidad de los administradores, la de carácter administrativo se ha considerado como un avance técnico. En este sentido se ha indicado, que “aunque inicialmente pueda acarrear efectos perversos, proporcionará a medio plazo un mejor funcionamiento del sistema sancionador” (vid. en esta línea BAUTISTA, F.: “La responsabilidad de administradores y directivos en el Derecho financiero” en *Responsabilidad de consejeros y altos cargos de sociedades de capital*, Madrid, 1996, pág. 261).

administrativa (Administradores, Director General, Administradores de la Sociedad dominante) procurarán no incurrir en el régimen sancionador poniendo especial cuidado, no sólo a la hora de realizar o proponer las operaciones de participaciones propias y recíprocas dentro de los límites legales, sino también cumplir todos los deberes conectados al régimen y destino de las mismas. Asimismo, el alcance objetivo general con que opera la responsabilidad administrativa permite extender la función disuasoria de la sanción administrativa, no sólo a los casos en que de su actuación negligente resulta “un daño patrimonial efectivo” (por ejemplo, mediante adquisiciones originarias, en el momento de constitución inicial del capital), sino también en aquéllos que no se derive un daño patrimonial directamente de la operación de adquisición de participaciones (por ejemplo el incumplimiento del deber de notificar o de mencionar la notificación en la Memoria o el de abstenerse de votar con participaciones afectadas por la suspensión del ejercicio sus derechos). También se incentiva y se dota de eficacia a la disciplina legal. De una parte, porque se estimula el cumplimiento de las disposiciones en materia de participaciones propias y recíprocas, mediante el carácter “personal” y “directo” con que se configura legalmente la responsabilidad administrativa, de acuerdo con la orientación general de la responsabilidad administrativa (art. 130 de la LRJPA). De otra, a través de las potestades administrativas reconocidas en materia sancionadora a la CNMV en la legislación de sociedades anónimas (art. 89) y del Mercado de Valores (arts. 13 y ss., así como los 84 y ss.). De este modo, la responsabilidad administrativa podría considerarse como una medida adecuada para asegurar la observancia de la disciplina relativa a las participaciones propias y recíprocas contribuyendo, no sólo a la consecución de los intereses pretendidos con ella, sino también indirectamente a la tan deseada “moralización” y “eficacia” de la gestión de las empresas, en cuyo empeño convergen desde hace algún tiempo los trabajos sobre sistemas de gobierno y control de las sociedades, llevados a cabo en los distintos países y cuyos avances ya se han contemplado en Propuestas legislativas, de autorregulación o mixtas<sup>(15)</sup>,

---

(15) El reconocimiento legal de la posibilidad de establecer normas de funcionamiento interno, además de los Estatutos, tiene sus antecedentes en el Derecho Comparado y como función general la de concretar o complementar las disposiciones estatutarias y facilitar el funcionamiento de la sociedad (DUQUE, J.: “Escritura, estatutos y límites a la libertad estatutaria en la fundación de sociedades anónimas” en *Derecho de Sociedades Anónimas, I La Fundación*, cit., pág. 83). Dentro de ellas han cobrado una especial significación los denominados “códigos de conducta” o “códigos de buena práctica” o “Códigos de buen gobierno”, que cuentan con una experiencia empresarial comparada de varias décadas y que comienza a extenderse entre las Grandes sociedades anónimas españolas (entre ellos puede verse el “Reglamento del Consejo de Administración de Telefónica de España, S.A.”, publicado en RDBB, 1997, núm. 65, págs. 233 y ss.; “Reglamento del Consejo de Administración de Repsol, S.A.” y las “Recomendaciones para el Gobierno de las Sociedades”, de febrero de 1998, realizadas por la “Comisión especial para el estudio de un Código Etico de los Consejos de Administración de las

dentro de las cuales ha merecido mención especial la materia de participaciones propias e intersocietarias <sup>(16)</sup>.

## 2. Sujetos responsables. Administradores y otras personas con poder representativo

Los administradores de la sociedad o sociedades que infrinjan las restricciones legales en materia de participaciones propias y recíprocas o algunos de los deberes conectados a dichas operaciones podrán incurrir en responsabilidad administrativa. Así se expresa en los preceptos comparados y en el art. 89.3 del TRLSA. La responsabilidad administrativa alcanza también a los “administradores de la sociedad dominante que hayan inducido a cometer la infracción” y a los “directivos o personas con poder de representación de la sociedad infractora” (art. 74.3 del TRLSA). La extensión subjetiva de la responsabilidad administrativa más allá de la persona de los administradores en sentido técnico-jurí-

---

Sociedades”, nombrada por la OM de 24 de marzo de 1997). Bajo dichas denominaciones se comprenden una serie de reglas de comportamiento correcto dictadas por los propios intervinientes en el Mercado y llamadas a articular sus actividades profesionales conforme a prácticas jurídicas o moralmente aceptables (transparencia informativa, deber de diligencia, distribución de funciones, etc.). De esta manera se pretende elevar la imagen favorable de la empresa en el Mercado, mejorar la protección de los intereses del público y, en última instancia, contribuir al funcionamiento eficaz de los mercados, máxime cuando la mayoría de estos “Códigos” o “parámetros” tienen carácter negocial. Para un mayor detalle pueden consultarse los trabajos de ESTEBAN VELASCO, G.: *Una contribución sobre el gobierno societario: una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de Administración*, cit., pág. 411 y FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L.: *Códigos de conducta y administración de sociedades*, cit., pág. 324. Asimismo para el Derecho comparado puede verse a HANSEN, H.: “Die Zusammensetzung der Unternehmen nac Rechtsformen”, AG, 1997, págs. 210 y ss.; JAEGER, P. y MARCHETTI, P.: “Corporate governance”, Riv. Soc., 1997, fasc. 5-6, I, págs. 625 y ss.

<sup>(16)</sup> Mención especial merece la observancia de la normativa sobre participaciones societarias contenida en la Propuesta del Círculo de empresarios “para un mejor funcionamiento de los Consejos de Administración”, de noviembre de 1996. Entre las “Obligaciones del Consejero” enumeradas en su núm. 2.5, el último párrafo obliga a “Respetar escrupulosamente la normativa vigente en materia de operaciones relativas a títulos de la Sociedad o de sus empresas filiales y asociadas” (op. y loc. cit., pág. 415). Más ambiciosa es la Recomendación contenida en la Propuesta de la Comisión especial para el estudio de un Código Ético, llamando “la atención sobre la necesidad de extremar el rigor en materia de autocartera” y que “dado los peligros que le son inherentes, deben sujetarse a la máxima transparencia” y que suponen que “el Consejo de Administración se responsabilice del contenido íntegro de toda la información de importancia que se transmita a los mercados” (así en el núm. 10: Relaciones del Consejo con los mercados. 10.1: Las exigencias del principio de transparencia).

dico participa de la tendencia del Derecho sancionador de los últimos años<sup>(17)</sup>. Y algo similar se comienza a vislumbrar de manera sectorial en relación con la responsabilidad de los administradores de la sociedad dominante (fundamentalmente en el ámbito tributario). En principio, la posición del legislador español merece una valoración positiva, aunque su operatividad resulta difícil en algunos supuestos de la práctica empresarial y su formulación presenta alguna deficiencia técnica. En efecto, la extensión de la responsabilidad a los administradores de la “sociedad dominante que hayan inducido a cometer la infracción” y a los “directivos o personas con poder de representación” son correctas en el plano operacional de las participaciones propias y recíprocas. De un lado, porque refuerza la eficacia mediata de la normativa objeto de nuestro examen, en razón a la función disuasoria de futuras actuaciones negligentes llamada a cumplir indirectamente por el régimen de la responsabilidad, no sólo de los administradores, sino también respecto de otros posibles implicados. De otro, la previsión legal supone un claro avance en la construcción del Derecho de las sociedades vinculadas que, en el marco estricto de las participaciones recíprocas cualificadas, viene a responder adecuadamente a la realidad de los hechos. En este sentido, el legislador pretende establecer una coherencia entre poder-responsabilidad al hacer recaer la responsabilidad administrativa en las personas, que en última instancia, están detrás de la decisión respecto de la operación de acciones propias o de reciprocidad. En efecto, la norma sanciona no sólo al infractor material (por ejemplo el administrador, consejero delegado o Director General que concluye el negocio de adquisición, en su condición de representante legal o voluntario de la sociedad interesada en la misma), sino también al infractor en la sombra, en base a la relación de dominio con la sociedad a quien se le imputa legalmente la operación en cuestión. No obstante, la amplitud con que se configura legalmente la relación de dominio en el art. 87 del TRLSA significará inseguridades en la práctica societaria, pues el poder de decisión sobre la operación de adquisición de participaciones sólo resultará incuestionable en los casos de control de derecho, pero no en los de hecho, en los que su ejercicio dependerá de las características del caso y de su concurrencia con

---

(17) La extensión subjetiva de la responsabilidad más allá de los administradores en sentido técnico-jurídico se corresponde con la tendencia sentida en el sector financiero y penal, en materia de responsabilidad administrativa y penal. Esta tendencia se apoya, no sólo en la asimilación de funciones reales que desempeñan administradores y directores y que exige una identidad de trato, sino también en la necesidad de buscar a quien ejerce los poderes y adopta las decisiones que resultan perjudiciales para la sociedad, al margen del título formal con que actúa. De esta manera se va hacia un concepto material o sustancial de administrador, apoyado en el dato del ejercicio real del poder de decisión y con particulares ventajas en materia de responsabilidad, sea civil, sea administrativa. Al respecto puede verse QUIJANO, J.: “Responsabilidad administrativa en la reciente legislación de crédito, seguro y mercado de valores: algunas cuestiones sustantivas”, RDBB, 1989, núm. 34, abril-junio, págs. 293 y ss.

otros condicionamientos<sup>(18)</sup>. También debe entenderse acertada la indiferencia de la naturaleza de la actuación de la persona o personas responsables, ya en condición de titular del órgano administrativo (administrador o consejero) o derive de su condición de representante para la realización de participaciones societarias, ya en su condición de consejero delegado, Director general o Gerente, “directivo”<sup>(19)</sup>, en base a un poder general o especial al respecto (según resulta de la referencia legal a las “personas con poder de representación”, art. 89.2). De este modo, el legislador sale al paso de la posible exclusión a que pudiera dar lugar una postura contraria de silencio, tal y como se ha apuntado en el marco general de la responsabilidad civil de los administradores<sup>(20)</sup>. Asimismo, la referencia expresa a las “personas con poder de representación de la sociedad infractora” es suficiente para subsumir en ella a otros sujetos distintos de los mencionados expresamente, pero que igualmente pudieran incurrir en infracción administrativa por incumplimiento de las “obligaciones” o “prohibiciones” en materia de participaciones propias y recíprocas, como sería el caso de los “fundadores y promotores” que hubieren violado la prohibición absoluta

---

(18) El art. 87 del TRLSA define la relación de dominio sobre la base alternativa del dato jurídico “disposición de la mayoría de los derechos de votos correspondientes a las participaciones sociales de otra sociedad —dominada—” o del dato económico de la “influencia dominante sobre la actuación de otra sociedad, con independencia del medio a través del cual se ejerza”. La función, extensión y valoración de la relación de dominio desde la perspectiva de las participaciones recíprocas puede verse en FLORES DOÑA, M.<sup>3</sup> S.: *Participaciones recíprocas entre sociedades de capital*, cit., capítulo segundo.

(19) Las figuras de Director-General y Directores coinciden normalmente en su consideración de apoderados voluntarios en el Derecho de sociedades y su no pertenencia y subordinación al órgano administrativo. Se diferencian en el alcance y contenido de su poder. Así, el “Director General”, también denominado “Director-Gerente”, o “Gerente”, es un apoderado general encargado de la dirección inmediata de los asuntos sociales y de aquí su consideración jurídica de Factor del empresario social. En cambio, los “Directores” son personal técnico o, cuando más, apoderados singulares. Para un mayor detalle de las relaciones entre las distintas figuras puede consultarse a QUIJANO, J.: “Responsabilidad administrativa en la reciente legislación...”, cit., pág. 305 y ss.; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F.: “Régimen jurídico del Director General de la Sociedad Anónima” en *Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues*, T. III, Madrid, 1971, págs. 116 y ss. URÍA, R.: en GARRIGUES, J. y URÍA, R.: *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, T. II, Madrid, 1976, págs. 131 y ss.

(20) El silencio del legislador español sobre la responsabilidad de los Directores generales y Gerentes ha sido apuntado por la doctrina (vid. ALONSO UREBA, A.: “Presupuestos de la responsabilidad social de los administradores de una sociedad anónima”, cit., pág. 646 y SÁNCHEZ CALERO, F.: “De los administradores”, cit., pág. 243) habiéndose defendido la exclusión del ámbito subjetivo del régimen general de responsabilidad civil de los administradores a los “Directores Generales, Gerentes, Secretarios del Consejo no Consejero, etc., por carecer de la condición precisa de administrador” (vid., en particular, SÁNCHEZ CALERO, F.: ob. y loc. cit.).

a la sociedad de adquirir originariamente sus propias participaciones o las de su sociedad dominante<sup>(21)</sup> y consiguientemente, su posición de “garantes de la corrección y regularidad de la fundación”<sup>(22)</sup>. Finalmente, la omisión de otras denominaciones más imprecisas utilizadas en la práctica empresarial o en disposiciones administrativas, como las de “altos cargos” o “alta dirección”<sup>(23)</sup> y la relevancia del poder de representación a la hora de su integración en el ámbito normativo es una solución igualmente coherente con la riqueza de supuestos que pueden darse en la práctica, en razón a los márgenes en los que se desenvuelve la autonomía negocial en materia de organización y funcionamiento de la actividad administrativa<sup>(24)</sup>.

---

(21) En una orientación contraria para la “autocartera” se manifiestan PAZ-ARES, C. y VELASCO CABALLERO, F., que excluyen de responsabilidad administrativa a los “fundadores y promotores” por entender que la infracción de la autosuscripción es atípica. Textualmente señalan que “El nuevo artículo 89.3 LSA olvida mencionar, como posibles responsables, a los fundadores y promotores en los casos de autosuscripción (art. 74 LSA), por lo que, siendo odiosa (y prohibida: art. 4.2 CC) la analogía de las leyes penales, aquellas ‘infracciones’ son atípicas” (así en “Infracciones administrativas y autocartera en la Sociedad Anónima”, cit., pág. 33).

(22) La consideración legal de los fundadores y promotores como garantes de la corrección y regularidad de la fundación es reconocida por QUIJANO, J, en base precisamente del papel relevante que desempeñan en ella (“Responsabilidades derivadas del proceso fundacional” en *Derecho de Sociedades Anónimas I La Fundación*, coordinados por VV.AA., Madrid, 1991, pág. 416). También TAPIA, A.: “Responsabilidad de fundadores” en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, cit., T. I, pág. 561.

(23) Sectorialmente se hace referencia al personal de alta dirección (art. 95 de la LMV, art. 1 de la LDIEC) para referirse a las personas que ejercen “los poderes correspondientes a la titularidad de la entidad y referidos a objetivos de política general de ésta y, por tanto, excluye supuestos de ejercicio de funciones limitadas a un sector o parte de la actividad” y cuya “autonomía de decisión sólo está condicionada por las instrucciones del propio órgano administrativo de la entidad sin posibilidad de otra instancia intermedia”. De esta manera se expresa por QUIJANO, J.: “Responsabilidad administrativa en la reciente legislación de crédito, Seguro y Mercado de Valores...”, cit., pág. 305.

(24) Las posibilidades estatutarias para precisar la estructura del órgano de administración, así como los administradores a quienes se confiere el poder de representación y su régimen de actuación [art. 9.h) del TRLSA], junto con la posibilidad de elaborar Reglamentos de funcionamiento interno por parte del Consejo de Administración (art. 141.1 del TRLSA) y el carácter polivalente del tipo de anónima a cualquier empresa determinará un cierto casuismo respecto de las personas a quienes corresponde la realización de las participaciones propias y recíprocas. Por ejemplo, en las sociedades cerradas o de pequeñas dimensiones, la operación corresponderá decidirla normalmente al administrador o al apoderado general (Director General, Gerente). En cambio, en las grandes sociedades, la operación se reservará normalmente al propio Consejo de Administración (sin perjuicio de que se asesore o informe al respecto por alguna comisión ejecutiva o letrado), tal y como se advierte en el “Reglamento del Consejo de administración de Telefónica España, S.A.”. En dicho texto el Consejo de administración se

Pero la formulación del art. 89 del TRLSA presenta algunas deficiencias. De una parte, los términos con que se formula la extensión normativa “Se considerarán como administradores... a los directivos o personas con poder de representación” no es correcta técnicamente, pues la calificación de administrador está reservada a la persona o personas titulares del órgano administrativo y la inclusión de los “directivos y personas con poder de representación” en el art. 89.3 del TRLSA sólo es determinante para la responsabilidad administrativa, sin que altere ni modifique la consideración jurídica de la persona en cuestión, que seguirá siendo “Director general o Gerente”, “directivo”, etc., cuyo nombramiento se habrá realizado normalmente al amparo del art. 141.2, *in fine* del TRLSA <sup>(25)</sup>. De otro, la restricción de la responsabilidad a los “administradores de la sociedad dominante ‘inductores’ de la infracción” resulta desacertada. De un lado, porque carece de precisión jurídica en el TRLSA y en la LRJPA; de otro porque genera confusión y resulta innecesaria, pues la remisión posterior general a los arts. 127 y 133 del TRLSA (art. 89.3, *in fine*) justifica la necesidad de que “todos los administradores de la sociedad dominante” y no sólo los “inductores” queden sometidos al ámbito de la responsabilidad administrativa, cuya exoneración se vincula necesariamente a la prueba de los extremos dispuestos en el art. 133.2 (que no intervino en la operación de adquisición de participación originaria objeto de la infracción; que la desconocía o que, conociéndola, se opuso a ella expresamente o hizo lo conveniente para evitar el daño).

La responsabilidad administrativa es directa y personal, según deriva del tenor del art. 89.3 del TRLSA: “se reputarán como responsables de la infracción” y siempre que la conducta calificable de infracción resulte imputable al administrador (administradores y Directivos) dentro del expediente administrativo correspondiente (o expedientes) (según se expresa en el art. 130 de la LRJPA). Si el expediente se resuelve con la imposición de una multa a varios responsables, todos ellos quedan obligados al pago de la deuda pecuniaria, solidariamente frente a la Comisión, de acuerdo con una interpretación de la solidaridad dispuesta en el art. 133 del TRLSA (al que se remite el 89.3 del

---

reserva la “aprobación de las estrategias, planes y políticas de la compañía” [art. 6.3.b)], aunque para la realización de las “participaciones en el extranjero” cuente con el Informe de la Comisión ejecutiva de “Estrategia Internacional” [art. 52.d)]. Y la misma idea parece estar implícita en las “Recomendaciones para el Gobierno de las Sociedades”, de 1998, al proponer que la “aprobación de las estrategias empresariales” se integre en el conjunto de funciones reservadas al Consejo, con carácter indelegable (II. Informe sobre el Consejo de Administración 1.2. El núcleo de las facultades indelegables).

(25) La doctrina es pacífica a este respecto. Vid. por todos POLO, E.: “Los administradores...”, cit., págs. 467 y ss.

TRLSA), ponderada con las peculiaridades de la solidaridad en las obligaciones administrativas pecunarias (art. 130.3 de la LRJPA)<sup>(26)</sup>. Asimismo y dado el carácter complejo de la estructura del órgano administrativo, la naturaleza de la infracción podría diferir en cada uno de los sujetos responsables. Así, por ejemplo, si la operación de reciprocidad prohibida se realizó por un Consejero delegado éste podría incurrir en una infracción administrativa por “vulneración de la prohibición” (art. 89.1 del TRLSA, conectada a la ejecución material de la operación tipificada como infracción administrativa), mientras que los miembros del Consejo podrían incurrir en una infracción administrativa por incumplimiento de sus deberes de “vigilancia y control” respecto de los delegados, esto es, se trataría de un incumplimiento obligacional. Esta solución es coherente con lo que se defiende en el régimen general de responsabilidad civil de los administradores<sup>(27)</sup> y con la distinción entre responsables dispuesta en el art. 130.3 de la LRJPA (el responsable por haber infringido su deber de prevenir la infracción administrativa, esto es, el causante y el responsable por haber cometido la infracción, es decir, el colaborador)<sup>(28)</sup>.

### 3. Presupuestos de la responsabilidad

La responsabilidad administrativa requiere la concurrencia de unos requisitos materiales (el comportamiento o la conducta antijurídica y la actuación

---

(26) La “solidaridad” entre culpables, según se viene interpretando por el Tribunal Supremo y por un sector de la doctrina administrativista, es rechazada respecto de la autocartera por PAZ-ARES, C. y VELASCO CABALLERO, F., quienes entienden que hay “una relación de incoherencia entre el principio de solidaridad y la función preventiva del Derecho sancionador y, lo que es más grave, con los principios constitucionales sobre los que se asienta. Es obvio, en este sentido, que la exigencia del pago de la multa impuesta a los administradores expedientados por la CNMV a aquellos otros administradores que no fueron sancionados constituye una afrenta radical al artículo 24.1 CE, que proclama la interdicción de la indefensión, y al principio de culpabilidad ‘deducido’ del sistema constitucional, que garantiza el *nulla poena sine culpa*”. Por ello, la remisión del “artículo 89.3 LSA es, en este punto, inconstitucional”.

(27) Vid., entre otros, ALONSO UREBA, A.: “Presupuestos de la responsabilidad social de los administradores de una Sociedad Anónima”, págs. 654 y 715 y ss.; ESTEBAN VELASCO, G.: Voz “Responsabilidad civil de los administradores”, cit., págs. 5.912 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F.: “De los administradores (arts. 123 a 143)”, cit., pág. 261.

(28) El art. 130.2 de la LRJPA declara: “Cuando el cumplimiento de las obligaciones previstas en una disposición legal corresponda a varias personas conjuntamente responderá de forma solidaria de las infracciones que, en su caso, se cometan y de las sanciones que se impongan.

Serán responsables subsidiarios o solidarios por el incumplimiento de las obligaciones impuestas por la Ley que conlleven el deber de prevenir la infracción administrativa cometida por otros, las personas físicas y jurídicas sobre las que tal deber recaiga, cuando así lo determinen las Leyes reguladoras de los distintos regímenes sancionadores.”

negligente del sujeto o sujetos objeto del expediente sancionador) y de su sustanciación mediante el procedimiento administrativo especial dispuesto en los arts. 19 a 25 de la LDIEC (a los que se remite el art. 98 de la LMV, con las particularidades que más adelante se enuncian) y complementados con la LRJAP. Todos ellos coordinados con las singularidades previstas en el art. 89 del TRLSA e interpretados teleológicamente con las pretensiones del sistema privado de las participaciones propias y recíprocas, en cuyo seno se integran.

A) Infracción de las limitaciones a la adquisición y demás deberes vinculados a la situación y destino de las participaciones propias y recíprocas

La responsabilidad administrativa tiene alcance general, pues sigue al incumplimiento de las restricciones y condicionamientos legales a la adquisición de participaciones propias o recíprocas, así como a los demás deberes vinculados a la situación o destino de las mismas. Así se desprende del art. 89.1 del TRLSA<sup>(29)</sup>. Desde el punto de vista del Derecho administrativo sancionador, la elección de una cláusula general de remisión del art. 89 a los precedentes (arts. 74 a 88) para calificar de infracción a los incumplimientos conectados a la adquisición, situación y destino de las participaciones propias y recíprocas podría cuestionarse conforme a la interpretación estricta y escrupulosa del principio de “tipicidad”, que exige la “excepcionalidad” de la potestad sancionadora de la Administración Pública<sup>(30)</sup> y formulado en el art. 129 de la LRJPA<sup>(31)</sup>. Sin embargo, hoy es predominante la orientación partidaria de una interpretación flexible del principio de tipicidad en el sentido de considerar suficiente que los preceptos jurídicos permitan predecir con suficiente grado de certeza las con-

---

(29) Textualmente, el art. 89.1 declara: “Se reputará infracción el incumplimiento de las obligaciones o la vulneración de las prohibiciones establecidas en la presente sección.”

(30) El carácter excepcional de la potestad sancionadora de la Administración Pública es doctrina reiterada por el Tribunal Constitucional y compartida por la literatura administrativa científica, con fundamento en el art. 25.1 de la CE. Vid. al respecto GARRIDO FALLA, F.: *Tratado de Derecho Administrativo*, cit., págs. 148 y ss. y en “Potestad sancionadora”, *Enciclopedia jurídica básica*, cit., T. III, págs. 4.973-4.974; PÉREZ-ARDA, J.: “Responsabilidad de Consejeros y altos directivos en el ámbito del Derecho administrativo sancionador: Consideraciones generales”, cit., págs. 141 y ss.

(31) El art. 129 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo expresa el principio de tipicidad, en su número 1, cuando dice que “Sólo constituyen infracciones administrativas las vulneraciones del Ordenamiento Jurídico previstas como tales infracciones por una Ley”.

ductas infractoras<sup>(32)</sup> o lo que es igual, contribuyan a una fácil determinación de los ilícitos legales<sup>(33)</sup>. Esta última opinión se ha aceptado con reservas técnicas en el marco sancionador de las acciones propias<sup>(34)</sup> y también puede compartirse para las recíprocas, pues la cláusula general de remisión dispuesta en el art. 89.1 es relativa, ya que contiene los criterios de determinabilidad suficientes para concretar las infracciones administrativas: “obligaciones” y “prohibiciones” establecidas en los arts. 74 a 88 del TRLSA. Esta posición también es consecuente con el ámbito en que debe desenvolverse la actividad de los administradores en materia de participaciones propias y recíprocas, con lo que se asegura la finalidad principalmente represiva de la sanción respecto de las conductas realizadas por los obligados a su cumplimiento, así como la mayor protección de los intereses sociales presentes en la normativa que nos ocupa. De modo similar, la cláusula general con que se formula el ámbito objetivo de la responsabilidad en el texto de la Ley de Sociedades Anónimas permite extender su aplicación a todos los incumplimientos producidos en el ámbito de las participaciones propias y recíprocas, con independencia de cuál sea su naturaleza (por ejemplo la realización de una participación recíproca simple superior al límite del 10%; la omisión de notificación o del deber de mencionarla en la Memoria; el ejercicio de los derechos en suspenso).

Los términos “infracción”, “incumplimiento” y “vulneración” han de entenderse en un sentido amplio y reconducible a su significación técnica-jurídica

---

(32) Esta es jurisprudencia del Tribunal Constitucional (entre ellas, la de 21 de diciembre de 1989 —RTC 1989, 219— y la más reciente de 26 de abril de 1993 —RTC 1993, 4—), compartida por el Tribunal Supremo (como la de 16 de diciembre de 1993 —RJ 1993, 10.053—; los de 28 de octubre de 1997 —RJ 1997, 3.288— y 20 de noviembre de 1997 —RJ 1997, 2.414—).

(33) Tras el reconocimiento por el Tribunal Constitucional de la posibilidad de utilizar conceptos cuya delimitación permita un margen de apreciación, en la sentencia de 15 de octubre de 1982 se viene admitiendo una interpretación amplia del principio de tipicidad, con exclusión de las cláusulas generales o indeterminadas de infracción que habilitan al órgano sancionador para actuar con excesivo arbitrio (en este sentido puede verse SAZ, S.: Voz “Infracción administrativa”, *Enciclopedia jurídica básica*, T. III, cit., pág. 3.572).

(34) PAZ-ARES, C. y VELASCO CABALLERO, F. critican desde el punto de vista de la técnica legislativa la “tipificación global de infracciones, por remisión indiscriminada a otras normas de la misma ley”, formulada por el art. 89.1 LSA, aunque reconocen la viabilidad de la llamada “tipificación por remisión”, en la que el tipo de ilícito se describe a partir de varias normas: una norma impone una obligación o prohibición, y otra califica el incumplimiento de aquellas conductas debidas como infracciones sancionables. Aun cuando la viabilidad de esta técnica resulta refrendada por la jurisprudencia del Tribunal Constitucional y Supremo, “propiciará, a menudo, la actuación infractora con error de tipo (y por tanto la exclusión del dolo”. (De esta manera puede verse en “Infracciones administrativas y autocartera en la Sociedad Anónima”, cit., págs. 11-13).

de “incumplimiento” en el Derecho Privado. Así se deduce de la formulación general del precepto que comentamos, sin mayor especificación (arts. 89.1 del TRLSA). También es la solución derivada de la interpretación sistemática y teleológica de toda la normativa sobre participaciones propias y recíprocas. En este sentido debe tenerse presente que la responsabilidad “administrativa” es una de las consecuencias jurídicas al incumplimiento de las restricciones legales a la adquisición y deberes vinculados a la situación y destino de las participaciones propias y recíprocas que preceden al art. 89 del TRLSA; limitaciones y deberes integrados en el ámbito mercantil privado y encaminados a tutelar directamente intereses privados (sociedad, socios y acreedores), pero indirectamente también intereses públicos (el interés potencial de los inversores y el general del Mercado), cuya protección se encomienda a la CNMV, según se ha señalado anteriormente; tutela con la que necesariamente tiene que relacionarse la responsabilidad que comentamos. De aquí que los términos “incumplimiento, infracción, vulneración” deban asimilarse a la expresión técnica privada del “incumplimiento”, de carácter amplio y comprensiva, no sólo de los supuestos de incumplimiento total, sino también de cumplimiento defectuoso o falso. Ciertamente que la calificación correcta de los supuestos señalados y las correspondientes sanciones es función de la CNMV y vendrá determinada por el examen de cada caso en el expediente administrativo sancionador (o expedientes, según los casos). A título meramente enunciativo, si los administradores no hacen constar en la Memoria anual la participación de otra empresa, previamente notificada a la sociedad habrían incurrido en un incumplimiento total del deber de mencionar la notificación en la Memoria (*ex* art. 86.2). En cambio, si la notificación se ha hecho constar en la Memoria de un modo incompleto, podría considerarse un incumplimiento defectuoso, al menos si la información omitida no es relevante. Aun cuando el legislador no distingue entre incumplimientos leves, graves o muy graves, tal separación resulta del carácter reglado de la potestad sancionadora de la Comisión y también se encuentra implícita en la relación que debe existir entre la cuantía de la multa y la “entidad de la infracción” (art. 89, núm. 2, párrafo segundo del TRLSA).

El carácter autónomo o no de las infracciones contempladas en el art. 89 del TRLSA no se resuelve expresamente. El problema no se planteará si hay un solo incumplimiento (por ejemplo, que los administradores adquirieran participaciones por encima de los límites autorizados por la Junta General; que se omita la notificación de participaciones significativas; que se ejerzan los derechos en suspenso). Pero sí en los que concurra una pluralidad de infracciones. A este respecto, el texto de anónimas dice que es infracción “el incumplimiento de las obligaciones o la vulneración de las prohibiciones...”. Aun cuando el carácter autónomo de algunos de los deberes y restricciones legales entre sí debiera llevarnos a la consideración independiente de las infracciones susceptibles de

responsabilidad<sup>(35)</sup> (por ejemplo, el deber de notificación con los límites en que se autoriza la operación de reciprocidad), la relevancia actual del tema sería relativa, pues sólo serviría para determinar la cuantía exacta de la sanción pecuniaria, cuyo importe máximo no podría exceder del valor nominal de las participaciones afectadas por el incumplimiento total, de acuerdo con lo ordenado por el art. 89 del TRLSA.

La constatación de la existencia del acto ilícito calificable de infracción administrativa presentará más o menos dificultades, según la naturaleza de la infracción y las circunstancias que rodeen su realización. Normalmente no ofrecerá ningún problema si la operación se realizó directamente por la propia sociedad a través de su administrador (administradores, consejero delegado o director general) y que la misma resulte de la contabilidad social (por ejemplo, participación de la sociedad dominante que figura en el Activo del Balance de la Sociedad dominada, sin que la operación hubiera sido autorizada por la Junta General, según ordena el art. 75.1º del TRLSA). En cambio, la verificación del incumplimiento presentaría dificultades en participaciones concluidas mediante negocios indirectos o a través de persona interpuesta, como sería el supuesto de la sociedad A, que adquiere a través de su sociedad dominada B participaciones de la sociedad C, que a su vez tiene en garantía acciones de la Sociedad A, en concepto de préstamo que ha concedido a un tercero. Sin duda, la mayor o menor prontitud en el conocimiento del acto ilícito dependerá igualmente de que se haya o no desarrollado por una sociedad o sociedades cotizadas en razón, no sólo por la mayor amplitud y rigurosidad respecto de los deberes de información vinculados a las operaciones de participaciones en el capital social (entre otros, el deber de notificación de las participaciones significativas, así como la elaboración de un documento individualizado respecto de los negocios sobre las acciones propias)<sup>(36)</sup>, sino también por estar sometida su actuación a la

---

(35) El carácter autónomo del “incumplimiento del deber de enajenar” con el resto de las inobservancias venía proclamado en la redacción original del art. 89.2 del TRLSA y en el mismo sentido se manifestó la doctrina que lo comentaba. Así GARCÍA-LUENGO, R. y SOTO VÁZQUEZ, R.: *El nuevo régimen jurídico de la Sociedad Anónima*, cit., pág. 424; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.: “La adquisición por la sociedad anónima de sus propias acciones”, cit., pág. 229; VÁZQUEZ CUETO, J.C.: *Régimen de la Autocartera*, cit., pág. 571.

(36) El deber de informar a la CNMV respecto de las participaciones significativas en otra sociedad se impone en el art. 53 de la LMV y puede consultarse en FLORES DOÑA, M.ª S.: “Participaciones significativas en sociedades anónimas”, Madrid, 1995, págs. 110 y ss. Y posteriormente en “Transparencia del mercado: Adquisición de participaciones significativas en sociedades cotizadas” en *Instituciones del Mercado financiero*; dirigido por ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ-SIMANCAS, J., vol. VII, Madrid, 1999, págs. 4661 y ss. Asimismo, el art. 97.c), último párrafo de la LMV (introducido por la disposición adicional novena, uno, de la Ley 3/1994, de 14 de abril de 1994, por la que se adapta la legislación española en materia de

potestad supervisora de la CNMV. En estos casos, las potestades administrativas reconocidas a la Comisión con alcance general en los arts. 84 y ss. de la LMV en materia de “supervisión e inspección” (facultad para recabar informaciones u ordenar que se pongan en conocimiento público)<sup>(37)</sup> y, con alcance expreso en el art. 89 del TRLSA para la “iniciación, instrucción y resolución de expedientes” facilitarán la fundamentación del expediente administrativo, con la consiguiente repercusión positiva en la efectividad del régimen sancionador. El reconocimiento de la competencia sancionadora en la materia objeto de nuestra atención a la Comisión en la última reforma de 1995 podría explicar parcialmente que aún no haya constancia de sanciones específicas por participaciones recíprocas, restringiéndose hasta el momento los expedientes sancionatorios a deberes de información relativos a la normativa especial de las sociedades cotizadas, en materia de autocartera (una infracción grave en 1995) o de participaciones significativas (siete expedientes abiertos en 1995 y uno en 1996)<sup>(38)</sup>.

## B) Actuación negligente

La infracción imputable al administrador y demás posibles responsables es presupuesto de la responsabilidad administrativa. Así resulta del tenor del art. 89.2 del TRLSA, cuando declara que “se reputarán como responsables de la infracción” y que “La responsabilidad se exigirá conforme a los criterios previstos en los artículos 127 y 133 de la presente Ley”, esto es, mediante la presunción legal de culpa, salvo prueba en contrario, a cargo del administrador o administradores afectados por el expediente sancionador, de haber cumplido con el deber de diligencia exigido en el ejercicio del cargo, de acuerdo con el 133.2 del TRLSA,

---

entidades de crédito a la Segunda Directriz de Coordinación Bancaria y se introducen otras y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero) establece el deber de los administradores de informar en relación con los negocios sobre las propias acciones, que se adjuntará con el resto de las cuentas y se depositarán en el Registro Mercantil. La norma ha sido examinada por MEDRANO, S.: “El deber de presentar un documento separado informando de los negocios sobre acciones propias: consideraciones críticas”, AJA, 1996, núm. 244, de 2 de mayo, págs. 1 y ss.

(37) Pese al carácter esencial de la potestad supervisora señalada de la CNMV, la misma no se configura legalmente con unos parámetros claros, sino que parece delimitarse flexiblemente, mediante “poderes inherentes o implícitos”, que legitiman actuaciones que se estimen convenientes y oportunas por la Comisión en relación con el Mercado, a la vista de la variabilidad de circunstancias. De esta manera se expresa por FUERTES, M.: “La supervisión ‘objetiva’ de la Comisión nacional en el Mercado de Valores”, RDBB, 1993, núm. 49, enero-marzo, págs. 8 y ss.

(38) Así puede verse en los Informes de la CNMV del año 1995 (pág. 311) y de 1996 (pág. 305).

que dice: “Quedarán de responsabilidad quienes demuestren no haber incurrido en culpa”. De este modo, el legislador de las participaciones propias y recíprocas acoge claramente la solución consecuente con la orientación predominante en el régimen general de responsabilidad civil de los administradores (art. 133 del TRLSA)<sup>(39)</sup>, haciendo operar diversamente el principio de “presunción de inocencia”, que rige en el Derecho administrativo sancionador (art. 137 de la LRJPA). Quiere decirse que en el expediente administrativo, por ejemplo, por infracción de la prohibición a la sociedad dominada de adquirir originariamente participaciones de su dominante, el administrador (fundador, promotor, según los casos) sólo podrá exonerarse de responsabilidad administrativa si prueba la “inexistencia de culpa”. Respecto del contenido mínimo de la prueba, la cuestión viene resuelta en el art. 133 del TRLSA (al que se remite el 89.3), según el cual habrá que probar los siguientes extremos: no haber “intervenido en su adopción y ejecución”, que “desconocían su existencia” o que “conociéndola, hicieron todo lo conveniente para evitar el daño o, al menos, se opusieron expresamente a aquél”. “En ningún caso exonerará de responsabilidad la circunstancia de que el acto o acuerdo lesivo haya sido adoptado, autorizado o ratificado por la junta general”. De algún modo, los extremos a los que se circunscribe legalmente la prueba vendrían a corresponderse con el “contenido mínimo esencial” de los deberes generales de diligencia y lealtad de los administradores en el ejercicio del

---

(39) En el régimen general de responsabilidad civil de los administradores se discute el carácter objetivo o no de la responsabilidad por los “actos contrarios a la Ley o a los Estatutos”. Conforme a una primera orientación, estamos en presencia de una responsabilidad objetiva, porque es una responsabilidad profesional tipificada, en la que la irrelevancia de la culpa y la negligencia se ve sustituida por el simple incumplimiento (en esta línea interpretativa puede citarse alguna sentencia judicial —STS, de 21 de julio de 1994, RJ 1994, 5.729— y se comparte por POLO, E.: “Los administradores de la Sociedad anónima”, cit., pág. 290 y LLEBOT, J.: *El sistema de responsabilidad de los administradores*, Valencia, 1996, pág. 62). Frente a esta posición se encuentran quienes rechazan que estemos en presencia de una responsabilidad objetiva. Varios son los argumentos utilizados al respecto. En unos casos, que “el hecho de que en los supuestos en que entra en juego la infracción de un deber determinado en su contenido, se admita, como admitimos la inversión de la carga de la prueba de la culpa (tema de carga de la prueba), no debe llevar a alterar los propios elementos del supuesto de hecho” (vid. ESTEBAN VELASCO, G.: “Responsabilidad de los administradores frente a los socios y terceros”, en *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, Madrid 1996, T. II, pág. 1.712); que la responsabilidad por culpa es la solución más coherente con la acogida en otros países de nuestro entorno, con la Propuesta modificada de Quinta Directriz y con los principios rectores de la responsabilidad civil (ALONSO UREBA, A.: “Presupuestos de la responsabilidad social de los administradores...”, cit., pág. 680; SÁNCHEZ-CALERO, F.: “Administradores”, cit., pág. 253). Sin duda alguna, la opción legal de una responsabilidad objetiva sería excesiva en el marco general de la responsabilidad de los administradores, pues no debemos olvidar que la “asunción de riesgo” es algo implícito a la función empresarial y, desde esta perspectiva, es suficiente el mayor grado de diligencia exigida a los administradores en el art. 127 del TRLSA.

cargo, exigidos en el art. 127 del TRLSA <sup>(40)</sup> e interpretados preferentemente de una manera objetiva en el régimen general de responsabilidad civil de los administradores <sup>(41)</sup>. De acuerdo con ella y con la operatividad de las operaciones objeto de estas páginas, el infractor de nuestra disciplina tendría que justificar, por ejemplo: que la elección de la participación propia o recíproca se realizó teniendo en cuenta la realidad e integridad de la cifra de capital y la misma presentaba más ventajas para el interés de la sociedad que otras alternativas similares (por ejemplo, la elección de una operación de reciprocidad tendría un menor coste para financiar el crecimiento y expansión de las empresas implicadas que un aumento de la cifra de capital social o la emisión de obligaciones); que dadas las circunstancias del Mercado no era previsible que la inversión tuviera efectos negativos para la rentabilidad empresarial; que la operación de reciprocidad permitía el acceso a la organización empresarial de la otra sociedad y, de esta manera, se podía lograr una mayor eficiencia de la empresa y una mejora de su posición en el Mercado nacional (o internacional). La relativización de la exclusión de los Acuerdos de la Junta General del ámbito exonerativo de la responsabilidad civil de los administradores <sup>(42)</sup> es difícilmente justificable en las parti-

---

(40) ALONSO UREBA parece situarse en la línea señalada en el texto cuando dice que “solo se exonera de responsabilidad el administrador que pruebe haber cumplido con el ‘deber de diligencia’ legalmente exigido sobre la base de que, o bien ni intervino, ni conoció del acuerdo o decisión adoptada, ni de su ejecución, sin que ello pueda serle imputado, o conociéndolo se opuso o hizo lo conveniente para evitar el daño causado a la sociedad”; previsión que “participa del carácter general imperativo y de orden público del régimen de responsabilidad social de los administradores”, sin que “quepa establecer estatutariamente un presupuesto de exoneración distinto del que se deriva del artículo 133.2 TRLSA: la falta de culpa” (así en “Presupuestos de la responsabilidad social de los administradores”, cit., págs. 691 y 701, respectivamente).

(41) El deber general de diligencia exigido a los administradores, conforme al ordenado empresario y representante leal, es comúnmente interpretado en un sentido objetivo, de una “diligencia cualificada”, en razón de la propia caracterización de las funciones encomendadas al administrador (conjunta o colegiadamente, según la estructura del órgano administrativo). Con todo, el concepto de diligencia es flexible y deja un cierto margen de discrecionalidad a la hora de tomar una decisión entre varias alternativas posibles, en la que debe prevalecer el interés social. Para este tema se recomienda consultar ESTEBAN VELASCO, G.: “Responsabilidad de los administradores frente a socios y terceros”, cit., págs. 1.692 y ss.; LLEBOT, J.: “Los deberes de los administradores de la Sociedad Anónima”, cit., pág. 36; SÁNCHEZ CALERO, F.: “Administradores (arts. 123 a 143)”, cit., págs. 102 y ss.

(42) Pese a que la exclusión de los Acuerdos de la Junta General de entre las causas exonerativas de responsabilidad se comparte por la doctrina, en el cuadro general de la responsabilidad de los administradores se suele calificar de excesiva en los casos en que la Junta General haya adoptado el acuerdo con pleno conocimiento del hecho en cuestión o que los administradores sean meros ejecutores del Acuerdo (en este sentido SÁNCHEZ CALERO, F.: “Administradores”, cit., pág. 256). Para aliviar el extremismo legal se suele señalar que la Junta siempre podrá desistir posteriormente a la acción de responsabilidad, ya mediante renuncia o a través de transacción (vid. en esta línea ESTEBAN VELASCO, G.: “Responsabilidad civil de los administradores”, cit., pág. 5.914).

cipaciones propias y recíprocas. En la mayoría de ellos porque la competencia recae en el órgano administrativo, según resulta de la propia naturaleza de la operación que examinamos, que exige necesariamente la conclusión del “contrato de adquisición de acciones”, cuya validez está condicionada a su celebración por persona con poder de representación, ya sea legal o voluntaria (fundadores, administradores, Gerente, respectivamente). En los supuestos de que la operación esté sometida al previo Acuerdo de autorización de la Junta General (adquisiciones derivativas de acciones propias o de la sociedad dominante), porque si bien la previsión legal restringe legalmente el poder de representación de los administradores, la limitación afectaría exclusivamente a la actividad administrativa representativa, esto es, a la actividad propiamente jurídica de la operación, pero no a la actividad técnica económica (elección e impulso de la adquisición de participaciones como medio del objeto y consecución del fin social), con lo que el Acuerdo de la Junta tendrá normalmente un carácter formal y esta idea trasluce igualmente de los términos generales con que normalmente se refleja en la práctica empresarial española la solicitud de Autorización (o de ratificación) en materia de autocartera y participaciones recíprocas<sup>(43)</sup>. Por último, la demostración de los hechos constitutivos de las causas legales exonerativas de la responsabilidad presentará más o menos dificultades en la práctica, no sólo por el carácter relativamente flexible del deber de diligencia y la naturaleza de inversión a largo plazo que generalmente significan las operaciones de reciprocidad, sino también por el tipo de infracción objeto del expediente administrativo sancionador, por la mayor o menor complejidad de la estructura del órgano administrativo y las características singulares que haya revestido la operación objeto de la infracción. En este marco, los fundadores,

---

(43) Como regla general, en la práctica empresarial puede afirmarse que los accionistas no siempre tendrán un conocimiento claro y preciso de la operación que se les somete a autorización. En este sentido, es bastante ilustrativo el contenido del orden del día, publicado en la prensa. En él se suelen encontrar los siguientes textos: “Autorización para la adquisición derivativa y obligaciones propias, por la Sociedad o por otras Sociedades del Grupo, de conformidad con lo establecido en el artículo 75 de la Ley de Sociedades Anónimas y ratificación de las adquisiciones realizadas dentro de los límites autorizados por la ley” (Convocatoria de la Junta General ordinaria de accionistas de Amper, publicada en el diario “El País”, de 5 de junio de 1997, pág. 54); “Autorización a las sociedades filiales para que procedan a la adquisición de acciones de la sociedad, todo ello con los requisitos que se exigen en el art. 75 de la Ley de Sociedades Anónimas” (Convocatoria de Junta General de “Fomento de Construcciones y Contratas, S.A.”, publicada en el diario “El País”, de 4 de junio de 1997, pág. 55); “Autorización al Consejo de Administración para la adquisición derivativa de acciones de la Sociedad, directamente o a través de Sociedades del Grupo, con sujeción a los límites y requisitos establecidos en el artículo 75 y Disposición Adicional primera del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y normas concordantes; Ratificación de las adquisiciones realizadas hasta la fecha de la Junta General” (Convocatoria de Junta General, de Hidroeléctrica del Cantábrico, S.A.”, publicada en el diario “El País”, de 3 de junio de 1997, pág. 64).

promotores, administrador único o administradores con actuación conjunta tendrían dificultades para probar los hechos que constituyen el contenido mínimo esencial del cumplimiento del deber de diligencia y exonerativo de la responsabilidad por el desembolso de las participaciones de la sociedad dominante, adquiridas originariamente. En cambio, la cuestión de la prueba del deber de diligencia por parte del expedientado (o expedientados) por una infracción de la prohibición de adquisición originaria de participaciones de la sociedad dominante (o de la propia sociedad) presentará menos dificultades en el resto de los supuestos de estructura plural del órgano administrativo: administradores solidarios y Consejo de Administración; en unos casos, porque podría probarse la oposición expresa a la decisión de la operación <sup>(44)</sup>; en otros, porque podría probarse el desconocimiento de su realización, por tratarse ésta de un modelo empresarial realmente complejo y la operación sería conocida exclusivamente por los implicados en su realización.

Pero junto a los extremos que constituyen el contenido mínimo esencial de las causas legales exonerativas de responsabilidad señaladas, nada impide recurrir a otros medios para convencer a la Comisión respecto de la observancia del deber de diligencia. En este punto cobraría una especial relevancia el cumplimiento de las reglas negociales, definidoras de las denominadas “pautas”, “directrices”, “parámetros” o “códigos” de conducta o de buen gobierno <sup>(45)</sup>, máxime cuando en ellas se articulan ampliamente los deberes de lealtad y de diligencia de los miembros del órgano administrativo de la Sociedad y demás personas vinculadas al gobierno de la sociedad.

---

(44) La insuficiencia del voto en contra, si no va acompañado de una oposición expresada por cualquier medio, o de la adopción de medidas al alcance del demandado, ha sido defendida en el marco general de la responsabilidad civil de los administradores (vid. por todos ESTEBAN VELASCO, G.: “Responsabilidad civil de los administradores”, cit., pág. 5.914), aunque ha sido suavizada por la Sentencia de 23 de mayo de 1994, de la Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Superior de Justicia de Madrid, al declarar una “clara negligencia en el ejercicio de las funciones administrativas”, la concurrencia de “una abstención o la inasistencia a una reunión del Consejo de administración”, acompañada de “una oposición activa de tal decisión” (esta sentencia puede verse reproducida parcialmente en el Informe de la CNMV, 1995, págs. 315-316).

(45) La función probatoria de los “Códigos de Conducta” o “Códigos de buena práctica”, llamados a concretar las pautas de actuación y deberes de los miembros del órgano administrativo, es resaltada por ESTEBAN VELASCO, F. (“Una contribución sobre el gobierno societario: una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de Administración”, RdS, 1997, núm. 8, pág. 411) y por FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. al declarar que “...sin llegar a configurarse técnicamente como ‘prueba preconstituída’ de un comportamiento diligente, permite simplificar la prueba y sentar las bases para exonerarse de responsabilidad” (“Códigos de conducta y administración de sociedades”, cit., pág. 324).

C) Aspectos procedimentales. Remisión

La generalidad de los textos legislativos guarda silencio sobre las cuestiones relativas al ejercicio de la acción de responsabilidad por incumplimiento de la normativa sobre participaciones propias y recíprocas. En el Derecho español, la Comisión Nacional del Mercado de Valores es la competente para iniciar, instruir y resolver los expedientes sancionadores, de acuerdo con lo dispuesto en el art. 89.5 del TRLSA [reiterado en el 97.c), párrafo tercero de la LMV]. Aunque el art. 98 de la LMV señala que la potestad de la Comisión se desarrollará conforme al procedimiento sancionador dispuesto en los artículos 19 a 25 de la Ley sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, estos últimos preceptos deberán coordinarse con las particularidades dispuestas en el art. 89 del TRLSA (cuadro de infracciones y sanciones; medida de la negligencia), con las disposiciones contenidas posteriormente en la LRJPA (30/1992, a cuyo art. 132 se remite el art. 89.4 del TRLSA para el cómputo de los plazos en materia de prescripción de infracciones y sanciones) y las normas para su desarrollo <sup>(46)</sup>.

#### 4. Sanción pecuniaria

La responsabilidad administrativa consiste en multa pecuniaria. En este sentido coinciden los preceptos nacionales y el art. 89.2 del TRLSA cuando dice, que “la infracción... se sancionará con multa”. Se trata de una sanción administrativa, de carácter pecuniario, que recae directamente sobre el patrimonio del sujeto (o sujetos) declarado responsable en el correspondiente expediente administrativo. La referencia a acciones adquiridas o no enajenadas o amortizadas (art. 89.2) resulta equívoca, pues parece dejar fuera el resto de las “obligaciones” vinculadas al régimen de las participaciones propias y recíprocas (por ejemplo deber de notificación, *ex* art. 86), pese a estar incluidas en el ámbito sancionador del art. 89.1: “Se reputará infracción el incumplimiento de las obligaciones o la vulneración de las prohibiciones establecidas en la presente sección”. Por ello se requiere una interpretación integradora del párrafo 2, en relación con el 1, de tal modo que el importe máximo de la multa deberá hacerse con referencia al valor nominal de las acciones afectadas por la infracción. Dentro del mismo, la graduación de la cuantía de la multa es igualmente una actividad reglada, puesto que la Comisión está obligada a atender “a la entidad de la infracción, así como a los perjuicios ocasionados a la sociedad, a los

---

<sup>(46)</sup> Este tema puede consultarse en PAZ ARES, C. y VELASCO CABALLERO, F.: “Infracciones administrativas y autocartera en la Sociedad Anónima”, cit., págs. 61 y ss. y PÉREZ-ARDA, J.: “Responsabilidad de Consejeros y altos directivos en el ámbito del Derecho Administrativo sancionador: Consideraciones generales”, cit., págs. 148 y ss.

accionistas de la misma, y a los terceros” (art. 89.2, segundo párrafo del TRLSA)<sup>(47)</sup>, sin necesidad de deducirlos del principio de proporcionalidad de las sanciones administrativas (proclamado en el art. 134 de la LRJPA). Pero la lectura literal de los criterios legales referenciados podría llevarnos a conclusiones acertadas desde la función predominantemente represiva de la sanción administrativa respecto de conductas negligentes de los sujetos responsables, pero equivocada desde otros planos. En efecto, de acuerdo con el tenor legal, cuanto más grave sea la infracción y más daño haya ocasionado a los intereses de la sociedad, socios y terceros, la cuantía de la multa debiera ser más elevada. Y a una solución similar nos llevaría la interpretación del precepto con arreglo al principio de proporcionalidad de las sanciones administrativas (art. 134 LRJPA)<sup>(48)</sup>. Sin embargo el principio de proporcionalidad debe relativizarse al encontrarnos delante de una norma (llamada a reprimir conductas negligentes), integrada y al servicio de otra de Derecho Privado llamada, a su vez, a tutelar una pluralidad de intereses económicos y políticos, no sólo de los socios, sino también los patrimoniales de la sociedad y de los terceros. Y desde esta perspectiva, la multa administrativa no va a reintegrar la lesión patrimonial que la operación objeto de la infracción haya ocasionado, algo que queda reservado a la responsabilidad civil. Por ello la Comisión, en el ejercicio de su potestad sancionadora, se encuentra vinculada, no sólo por los principios ordenadores de la responsabilidad administrativa y que exigirían probablemente una proporcionalidad absoluta entre la entidad de la infracción y el importe de la multa, sino también por los principios ordenadores de las participaciones propias y recíprocas y que exigen la protección de los intereses patrimoniales y administrativos, pues en esta tutela precisamente reside la fundamentación última de la potestad sancionadora reconocida a la CNMV en el art. 89 del TRLSA. En este contexto, la Comisión del Mercado de Valores tendrá que ponderar todos los intereses en juego a la hora de imponer sanciones administrativas, con el fin de evitar que una multa excesiva pudiera dificultar o impedir la satisfacción de la prestación que le correspondería a los responsables por los “daños” producidos en el patri-

---

(47) La redacción inicial del art. 89 del TRLSA se limitaba a establecer el importe máximo de la multa; texto que fue criticado por dejar un excesivo margen de discrecionalidad para la fijación de la cuantía de la multa y que debería limitarse mediante el establecimiento de unos criterios de graduación de la multa determinados en función del daño causado y el grado de culpabilidad. Así se expresaba por VÁZQUEZ CUETO, J.C.: *Régimen de la autocartera*, cit., pág. 573, cuyas opiniones fueron atendidas en la reforma del art. 89 introducida por la reforma de la sociedad limitada, de 1995.

(48) Esta idea es la que parece estar implícita en los criterios de proporcionalidad señalados por PAZ-ARES, C. y VELASCO CABALLERO, F. para delimitar la graduación en la determinación de la sanción (importancia o significado de la infracción y reproche concreto al infractor) en “Infracciones administrativas y autocartera en la Sociedad Anónima”, cit., pág. 57.

monio social o en el particular de los socios y terceros; interpretación coherente con lo manifestado anteriormente en los Fundamentos y caracterización. Como en dicho lugar se ha indicado, todos los responsables quedan obligados, solidariamente frente a la Comisión, del pago de la deuda pecuniaria impuesta en el correspondiente expediente sancionador.

Fuera de la multa y a falta de un pronunciamiento legal expreso en el art. 89 del TRLSA, no es posible imponer otras sanciones administrativas por incumplimiento de la normativa sobre las participaciones propias y recíprocas (como por ejemplo la amonestación pública o la separación del cargo), en consonancia con el principio de legalidad de las sanciones administrativas<sup>(49)</sup>.

#### IV. CONSIDERACIONES FINALES

Desde la perspectiva general de protección del modelo legal de anónimas sobre el que se conforma la estructura financiera-funcional y en el que descansa la esencia normativa de las participaciones propias y recíprocas podría replantearse si es o no acertada la existencia de un régimen especial de responsabilidad y, en caso afirmativo, su carácter interdisciplinar o exclusivamente administrativo, penal o civil. En cuanto a la primera de las cuestiones señaladas, y en línea con lo ya manifestado al principio de este trabajo, las singularidades del régimen sancionador actual se corresponden con el carácter especial de la normativa de participaciones propias y recíprocas respecto del general dispuesto para la adquisición y transmisibilidad de las acciones. En efecto, los antecedentes históricos de la disciplina objeto de estas páginas reflejan su integración por reglas singulares relativas a la adquisición de participaciones propias y recíprocas, a la situación creada con dichas operaciones y a las consecuencias para los supuestos de inobservancia. Y estas particularidades derivan de la naturaleza de “sociedad de capital” del nuevo o los nuevos socios (o titulares limitados, según los casos) y del carácter “propio” o “recíproco” de la adquisición y situación de participación. De aquí que el establecimiento de un régimen especial de responsabilidad suponga un tratamiento jurídico positivo más adecuado al régimen de las participaciones recíprocas (propias y significativas), pues su conformación se adapta a las particularidades exigidas por el supuesto de hecho normativo. Sin duda, la relevancia de esta responsabilidad especial respecto del régimen

---

(49) El principio de legalidad de las sanciones administrativas, incorporado en el art. 25.1 de la Constitución y refrendado en el art. 129 de la LRJPA supone la “imperativa necesidad de predeterminación normativa de las conductas infractoras y las sanciones correspondientes” (STC 9/1992, de 11 de junio —RTC 1992, 9—; STC 4/1993, de 26 de abril —RTC 1993, 4—, entre otras, confirmadas por el Tribunal Supremo recientemente en la de 20 de noviembre de 1997 —RJ 1997, 8.575—).

general civil acogido en el Derecho de sociedades de capital diverge en los distintos supuestos de participaciones propias y recíprocas. Así, por ejemplo, la responsabilidad civil de los administradores presentaría un funcionamiento adecuado en los casos de participaciones recíprocas simples, acompañadas de un “daño patrimonial real, actual y fácilmente detectable”. Tal sería el caso de la participación recíproca entre dos sociedades, realizadas directamente y en el momento de su constitución inicial. En cambio la operatividad del régimen general se va dificultando, a medida que nos alejamos de este modelo y nos acercamos a la heterogeneidad de supuestos que hoy encierra la normativa de anónimas, así como la complejidad empresarial de este tipo de operaciones, a los que algún sector de la literatura científica-empresarial suele integrar en las denominadas operaciones de “ingeniería financiera” o incluso de “alta escuela de ingeniería financiera”. En efecto, si la participación propia y recíproca se realiza de manera más compleja (a través de negocios indirectos, de naturaleza jurídica heterogénea, y mediante sociedades y personas interpuestas, con la misma o distinta nacionalidad) no es seguro que se produzca automáticamente un “daño patrimonial real, actual” para las sociedades a las que legalmente se les reconoce como titular de la participación a efectos del régimen de participaciones propias y recíprocas; ni tampoco es seguro que pueda “detectarse fácilmente”. No obstante, jurídicamente podríamos estar ante un supuesto indirecto subsumido en el ámbito normativo de los arts. 74 a 88 del TRLSA. Frente a ellos, el mecanismo de la responsabilidad civil de los administradores de la sociedad interesada en la operación (o sociedades) presenta inadecuaciones, así como otras figuras del ordenamiento jurídico a las que podrían reconducirse estos supuestos en el régimen privado (entre ellas, la doctrina del fraude de ley o de los negocios simulados). Y es en este marco operacional en el que debe valorarse positivamente la existencia de un régimen especial de responsabilidad, dotado de un mayor rigor y automatismo y construido a partir de la realidad empresarial de las participaciones propias; construcción sucesivamente perfeccionada y extendida a las participaciones recíprocas.

Si este régimen especial tiene que ser interdisciplinar o exclusivamente civil, administrativo o penal, es una opción de política jurídica, cuyo acierto o desacierto debe valorarse en conjunción con las decisiones que hoy predominan en la regulación positiva del Derecho de Sociedades, y dentro de ellas, con la ordenación que mejor pondere los intereses en juego en las operaciones de participaciones propias y recíprocas (de la sociedad, socios, acreedores, inversores y del propio Mercado). En este plano de ideas, la construcción interdisciplinar es hoy por hoy aconsejable desde ambas perspectivas. Un régimen especial de exclusiva responsabilidad administrativa, penal o civil debe rechazarse, porque al operar en planos diferentes sólo aportan soluciones parciales y en ningún caso equilibradas. En efecto, la multa administrativa y las penas privativas de libertad tienen una finalidad “represiva e intimidatoria” de conductas

negligentes y delictivas por parte de los infractores. Por ello, su función quedaría normalmente restringida a la represión-disuasión de conductas negligentes. Sin embargo, ninguna de las dos sanciones resuelve directamente el problema del “daño efectivo o potencial”, que las operaciones de participaciones propias y recíprocas hayan producido o pudieran producir en el patrimonio de la sociedad, de los socios o acreedores y cuya protección constituye la esencia de toda la disciplina histórica-actual de las participaciones propias y recíprocas. De modo similar, la función resarcitoria de la responsabilidad civil sería suficiente para restablecer el daño patrimonial causado por las operaciones que nos ocupan, pero los presupuestos exigidos para su funcionamiento (ilícito legal, actuación negligente, daño y relación de causalidad), junto con la complejidad de la mayoría de estas operaciones en la práctica empresarial no encajan bien con el supuesto de hecho normativo, que va más allá de los casos que producen un daño patrimonial efectivo, en sentido propio (por ej. las operaciones realizadas mediante adquisición derivativa y con cargo a la cifra de beneficios y autorizadas por la Junta General de accionistas). Asimismo, el “tecnicismo y complejidad” a la hora de su realización las hace difícilmente cognoscibles fuera del círculo de los implicados; extremos que harían prácticamente inviable su puesta en funcionamiento, según lo demuestra la casi inexistente práctica judicial al respecto, tanto en nuestro país como en otros europeos.

En cambio, a la vista del cuadro completo del sistema actual de las participaciones propias y recíprocas, la configuración interdisciplinar del régimen especial de responsabilidad es la que mejor atendería las necesidades de la ordenación jurídica que hoy se reclama a las participaciones propias y recíprocas, esto es, la de “represión de conductas negligentes”, “moralización de la actividad empresarial” y “restablecimiento del patrimonio afectado con la operación de reciprocidad”. Pero la correcta “conjugación” de las distintas técnicas de responsabilidad también se precizaría para lograr una ordenación equilibrada de todos los intereses presentes en las operaciones objeto de este examen. Y es en este punto en el que debe valorarse positivamente el sistema sancionador de las participaciones propias y recíprocas, integrado parcialmente por una responsabilidad civil y administrativa (y eventualmente penal para los casos más graves). La primera, llamada a restablecer el daño real o potencial que pueden ocasionar las participaciones propias y recíprocas en el patrimonio social, de los acreedores o de los socios (art. 74.1, complementado con los arts. 133 a 135). La segunda, encaminada primordialmente a reprimir las conductas negligentes de los gestores sociales, cuya funcionalidad se facilita en el marco de las sociedades cotizadas, en base a las potestades reconocidas a la CNMV en la legislación del Mercado de Valores, en materia de supervisión e inspección (Título VIII de la LMV) y a la supremacía de la misma respecto de las sociedades anónimas sometidas a su ámbito de competencia; potestades que contribuyen igualmente a facilitar y a fundamentar el ejercicio de la ac-

ción civil de responsabilidad en los casos más complejos de la realidad empresarial. Y por esta vía es por la que podría explicarse que, en un futuro más o menos cercano, se contribuya a la deseada “moralización de la actividad empresarial” y a la “eficacia de la gestión administrativa”, en cuyo empeño confluyen las más recientes aportaciones legislativas y dogmáticas y algunas asociaciones empresariales.

---

# **JURISPRUDENCIA**

---

# LA UNILATERALIDAD EN LA DETERMINACIÓN DEL TIPO DE INTERÉS POR LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

*[Comentario a la Sentencia de 14 de enero de 1999 del Juzgado de primera instancia nº 6 de Palma de Mallorca]*

M<sup>a</sup> VICTORIA PETIT LAVALL

*Profesora Titular de Derecho Mercantil  
Universitat Jaume I*

## ANTECEDENTES DE HECHO

El 29 de julio de 1998 se entabla demanda contra determinada Caja de Ahorros sita en Baleares solicitando se declare la nulidad del tipo de referencia inserto en la cláusula reguladora de la variabilidad del tipo de interés de una escritura de préstamo con garantía hipotecaria de fecha 28 de enero de 1988.

La mencionada cláusula establecía que el tipo de interés convenido “es el resultado de aplicar sobre el tipo preferencial que tiene fijado la entidad prestamista, un margen de puntos igual a la diferencia existente entre éste y el tipo convenido. Si el tipo referencial resultare alterado bien por acuerdo de la Caja de Ahorros como consecuencia de la aplicación de criterios objetivos impuestos por el mercado financiero, o por disposición de la autoridad monetaria correspondiente, durante el transcurso de un mes, el interés que regirá para el siguiente mes y así sucesivamente, será el tipo preferencial último establecido antes de la finali-

zación del mes, incrementado con la diferencia del margen de puntos establecida, con lo que el interés convenido irá variando en la misma cuantía absoluta en que varíe el tipo preferencial aludido”.

Estima la parte actora que dicha cláusula que regula las modificaciones del tipo de interés es nula al ser contraria al art. 1256 del CC, LGDCU y normativa de transparencia bancaria, ya que las modificaciones del tipo de interés están sujetas a la exclusiva voluntad de la Caja de Ahorros, tanto por utilizar como referencia para efectuar las mismas las que establece la propia entidad, como por depender igualmente de su voluntad las fechas en las que tales modificaciones pueden ser efectuadas.

El Juzgado de primera instancia nº 6 de Palma de Mallorca declara la nulidad de la referida cláusula.

## DOCTRINA

Afirma el Juzgador de Instancia (fundamentos de Derecho tercero y cuarto) que:

“Una cláusula que se inserta frecuentemente en las condiciones generales utilizadas por los bancos es la que permite a la entidad de crédito modificar unilateralmente las condiciones en las que se realizaron los negocios originariamente, modificaciones que afectan entre otros extremos a los tipos de interés, comisiones y gastos repercutibles al cliente.

La justificación de dicha facultad de modificación unilateral atribuida a una de las partes de los negocios bancarios se apoya en la necesidad de que una actividad tan arriesgada como es la de intermediación del crédito, pueda adaptarse con rapidez a los cambios que se producen en la coyuntura y que afectan a las relaciones continuadas establecidas negocialmente entre bancos y clientes. La legislación española ha admitido estas facultades, pero sometiénolas a determinados requisitos que tratan de compatibilizar el interés de los bancos a la adaptación de sus relaciones y los intereses de los clientes a la estabilidad de las relaciones contractuales que se pactaron en unas determinadas condiciones. Es decir, la facultad de modificación unilateral de un pacto con el cliente, pero rodeado de una serie de requisitos que tratan de proteger a éste. El sujeto protegido por las normas sobre transparencia bancaria es el cliente en general en el ámbito de las operaciones activas y pasivas. Tales normas protectoras se dirigen sobre todo a proporcionarle primero el conocimiento de la facultad de modificación unilateral, y segundo, como prolongación durante la relación contractual, mediante la comunicación general o personalizada del ejercicio de dicha facultad, a fin de que si el cliente lo estima oportuno para sus propios intereses cancele su operación con la entidad”.

Dichas normas son la O.M. 1989 [art. 7.4.d)] y la Circular 8/1990 del Banco de España [norma 6ª.6.d)], en las “que implícitamente se está estableciendo la necesidad de que se indiquen en ese momento las referencias conforme a las cuales en su caso la Entidad bancaria habrá de ajustar sus tipos a las modificaciones que emprenda,

sin que en ningún caso, (...), pueda tomar como referencia los de la propia Entidad u otras de su grupo”.

Por otra parte, “las exigencias aquí apuntadas guardan íntima relación con la genérica previsión establecida en el artículo 1256 CC, que proscribe que la validez y eficacia de los contratos queden al arbitrio de una de las partes contratantes, todo ello con evidente entronque con el artículo 10 de la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios en la redacción que al indicado precepto ha conferido la Ley 7/1998, de 13 de abril sobre Condiciones Generales de la Contratación”.

“La invocada Ley 7/1998 viene a añadir el artículo 10. bis a la referida Ley 26/1984, en el que se establece que tendrán la consideración de abusivas aquellas estipulaciones no negociadas individualmente que en contra de las exigencias de la buena fe, causen en perjuicio al consumidor, un desequilibrio importante en los derechos y obligaciones de las partes que se deriven del contrato...”.

“Finalmente, la D.A. 1ª.6 en referencia al artículo 10 bis establece que a los efectos prevenidos en dicho artículo tendrán el carácter de abusivas, al menos las cláusulas o estipulaciones siguientes: 1. Vinculación del contrato a la voluntad del profesional. 2. La supeditación a una condición cuya realización dependa únicamente de la voluntad del profesional para el cumplimiento de las prestaciones, cuando al consumidor se le haya exigido un compromiso firme”.

“Sentado tal precedente normativo, es indudable, (...), que la cláusula cuestionada mal se compadece con las exigencias de la buena fe, justo equilibrio de las prestaciones, e interdicción del abuso denunciados, ya que:

1. ...el interés pactado lo fue en referencia al tipo preferencial de la propia entidad, cayendo por tanto de lleno en la prohibición establecida en la antes mencionada Orden de 1989 y Circular de 1990.

2. ...la facultad que se confiere a la demandada, para hacer uso de la modificación

contractualmente prevista en base a acuerdo por ella misma adoptado, con sustento en la aplicación de criterios objetivos impuestos por el mercado financiero, criterio de tal indeterminación, por mucho que en su redacción se haga mención a la nota de “objetividad”, que necesariamente supone dejación exclusiva de la eficacia del contrato en este aspecto al libre designio de la demandada.

3. Desconoce igualmente la cláusula cuestionada la exigencia de comunicación con antelación razonable a su aplicación, de la modificación pretendida... Ello supone que si la entidad prestamista notifica la variación a la interesada el último día del mes, está en disposición de aplicar tal variación al día siguiente. Ciertamente podría objetar-

se a tal planteamiento que la demandada facultó a la actora para expresar su disconformidad dentro de los dos meses siguientes, pero la previsión que establece la entidad de crédito acto seguido para el caso de que la prestataria tuviera la osadía de no aceptar el tipo de interés comunicado, es a todas luces demoledora: se entenderá resuelto el contrato de préstamo, viniendo obligada dicha parte prestataria a devolver en el transcurso de un mes, a contar desde la no aceptación, el principal del préstamo, a pagar los intereses vencidos y los que vengan hasta el momento de la devolución al tipo de interés último aplicado. No resultan precisas mayores argumentaciones para entender que estamos ante una nueva manifestación de cláusula abusiva...”.

## COMENTARIO

---

### SUMARIO

- I. RÉGIMEN JURÍDICO DE LA DETERMINACIÓN Y MODIFICACIÓN DE LAS CONDICIONES CONTRACTUALES SOBRE INTERESES, COMISIONES Y GASTOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.
    - 1. **La normativa sobre transparencia bancaria.**
    - 2. **La Ley de Crédito al Consumo.**
    - 3. **La LGDCU.**
  - II. VALORACIÓN DE LA SENTENCIA AL HILO DE LA NORMATIVA.
- 

- I. RÉGIMEN JURÍDICO DE LA DETERMINACIÓN Y MODIFICACIÓN DE LAS CONDICIONES CONTRACTUALES SOBRE INTERESES, COMISIONES Y GASTOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

1. Una de las cláusulas que con mayor frecuencia aparece en la contratación bancaria, tanto en operaciones activas como pasivas, es la facultad de

modificación unilateral por la entidad de crédito de los tipos de interés, comisiones y gastos repercutibles al cliente<sup>(1)</sup>. Dicha facultad de modificación unilateral de las condiciones económicas de las operaciones bancarias en las que interviene el tiempo se encuentra expresamente reconocida por nuestra legislación, dada la necesidad de su adaptación a las variaciones del entorno económico. Sin embargo, está sometida a ciertas cautelas o requisitos, dados los múltiples abusos cometidos al respecto por las entidades de crédito, quienes frecuentemente dejan el funcionamiento del contrato a su exclusiva merced, en contra de lo dispuesto por el art. 1256 del CC o del art. 10 bis y Disposición Adicional Primera.I LGDCU.

2. El régimen jurídico de la fijación y modificación de las condiciones económicas de los contratos bancarios se encuentra en Derecho español contenido en un conjunto de normas, a las que además de su complejidad y dispersión hay que añadir su distinto ámbito de aplicación y su distinta naturaleza jurídica<sup>(2)</sup>.

Regulan la materia: a) la normativa sobre transparencia bancaria dictada en desarrollo del art. 48.2 LDIEC. Esta normativa está compuesta por un complejo entramado de Órdenes Ministeriales y Circulares del Banco de España, tanto por su contenido como por su dispersión (O.M. de 12 de diciembre de 1989, sobre tipos de interés, comisiones, normas de actuación, información a clientes y publicidad de las entidades de crédito, completada por la O.M. de 5 de mayo de 1994, para los préstamos en los que la garantía hipotecaria recaiga

---

(1) Vid. PETIT LAVALL, M<sup>a</sup> V., *La protección del consumidor de crédito: las condiciones abusivas de crédito*, Valencia, 1996, pp. 195 y ss.

(2) Sobre la naturaleza jurídica de la normativa sobre transparencia bancaria ver ARAGÓN REYES, M., “Las fuentes. En particular el problema de los Estatutos de los Bancos y de las Circulares del Banco de España”, en *Contratos Bancarios* (dir. GARCÍA VILLAVARDE, R.), Madrid, 1992, pp. 41 y ss.; id., “Las fuentes. En particular los Estatutos de los Bancos y Cajas de Ahorros y las Circulares del Banco de España”, en *Derecho del Mercado Financiero*, t. II, vol. I, cit. supra, pp. 30 y ss.; CUÑAT EDO, V., “Las fuentes reguladoras de la actividad contractual bancaria”, en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, t. I, cit. supra, pp. 605 y ss.; FERNÁNDEZ ARMESTO, J. y DE CARLOS, L., *El Derecho del mercado financiero*, Madrid, 1992, pp. 210 y ss.; GALÁN CORONA, E., “Las Órdenes Ministeriales y Circulares del Banco de España sobre protección de la clientela: su posición ordinamental”, en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, t. II, cit. supra, pp. 886 y ss.; ILLESCAS, R., “Los contratos bancarios: reglas de información, documentación y ejecución”, RDBB, n<sup>o</sup> 34, abril-junio 1989, pp. 269 y ss.; VICENT CHULIÁ, F., “Problemas generales de los contratos bancarios”, Conferencia pronunciada en el Curso de formación de Jueces y Magistrados sobre *Contratos bancarios y financieros*, Centre d’estudis jurídics de Formació, Generalitat de Catalunya, septiembre 1994, pp. 21 y ss.; id., “Generalidades sobre el sistema financiero español (características, organización bancaria, fuentes del Derecho en la materia)”, *Cuadernos de Derecho Judicial*, CGPJ, 1994, pp. 32 y ss.

sobre una vivienda; Circular 8/1990, de 7 de septiembre, del Banco de España, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela; modificada por la Circular 13/1993, de 21 de diciembre, del Banco de España; por la Circular 5/1994, de 22 de julio, del Banco de España, sobre transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios; por la Circular 3/1996, de 27 de febrero y Circular 4/1998, de 27 de enero)<sup>(3)</sup>; b) la Ley 7/1995, de 23 de marzo, de Crédito al Consumo, en especial sus arts. 6 a 8; y c) los arts. 10, 10 bis y Disposición Adicional Primera de la LGDCU, modificada en este punto por la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre condiciones generales de la contratación.

## 1. La normativa sobre transparencia bancaria

1. La normativa sobre transparencia bancaria dictada en desarrollo del art. 48.2 LDIEC contiene una serie de disposiciones que pueden ser estructuradas en tres apartados: normas de información precontractual (sobre intereses, comisiones, gastos repercutibles y normas de valoración); normas de protección o documentación contractual (obligación de entrega del documento contractual y documentación complementaria y contenido mínimo de determinados contratos) y normas en materia de liquidación o documentación en la ejecución contractual (reglas de liquidación)<sup>(4)</sup>. Todas ellas versan sobre el contenido o los elementos económicos del contrato: comisiones, intereses y gastos.

Las normas sobre documentación contractual están dirigidas a la protección contractual del cliente de las entidades de crédito al integrar el contenido del contrato. El contenido de las mismas puede ser dividido en dos bloques:

---

(3) Vid. un estudio de la normativa en SÁNCHEZ MIGUEL, M<sup>a</sup> C., “Modificación de la Circular 8/1990 sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela”, RDBB, n<sup>o</sup> 53, enero-marzo 1994, pp. 255 y 256; GIMÉNEZ VILLANUEVA, T., “Normas de transparencia en la contratación bancaria”, en *Crédito y protección del consumidor*, CGPJ, Madrid, 1996, pp. 339 y ss.; PETIT LAVALL, M<sup>a</sup> V., *La protección del consumidor de crédito...*, cit. supra, pp. 208 y ss.

(4) Vid. RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Contratación bancaria y defensa de los consumidores. El defensor del cliente y el Servicio de Reclamaciones del Banco de España”, en ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ-SIMANCAS, J. (dir.), *El Derecho del mercado financiero* (dir. ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ-SIMANCAS, J.), t. II, vol. 1, Madrid, 1994, p. 112; MARTÍNEZ DE SALAZAR, C., “El derecho a la información de la clientela de las entidades de crédito. Orden Ministerial de 12 de diciembre de 1989 y Circular 8/1990 del Banco de España”, RDBB, n<sup>o</sup> 51, julio-septiembre 1993, pp. 773 y ss.; PETIT LAVALL, M<sup>a</sup> V., *La protección del consumidor de crédito...*, cit. supra, pp. 195 y ss.; ANDREU MARTI, M<sup>a</sup> del M., *La protección del cliente bancario*, Madrid, 1998, pp. 119 y ss.

a) obligación de entrega del documento contractual<sup>(5)</sup> y de una serie de documentos complementarios que deben acompañar al contrato (un ejemplar de las tarifas de comisiones y gastos repercutibles y las normas sobre fechas de valoración aplicables a la operación contratada) y b) menciones mínimas que deben contener algunos contratos.

En concreto para las operaciones activas y pasivas en las que intervenga el tiempo, el artículo séptimo.4, O.M. de 1989 desarrollado por la norma sexta.6 de la Circular 8/1990, del Banco de España, exige que consten en el contrato el tipo de interés nominal, cuadro de amortización, TAE (modificación introducida por la Circular 13/1993), comisiones y gastos repercutibles, así como el procedimiento para la modificación de dichos conceptos. Estas indicaciones se encuentran desarrolladas en los anexos I y II O.M. de 5 de mayo de 1994 y en el anexo VII de la Circular 5/1994, para los préstamos hipotecarios<sup>(6)</sup>.

En definitiva, se exige que conste en el contrato una información muy valiosa para el cliente: el coste total del crédito y la tasa anual del mismo, así como el procedimiento y los criterios establecidos para su modificación, en su caso.

2. El coste total o efectivo del crédito fue definido por la doctrina como “la suma de todas las cargas económicas que el consumidor, directa o indirectamente, ha de soportar para obtener el crédito”. En consecuencia, está integrado por la suma de intereses y demás gastos que, directa o indirectamente, son necesarios para la obtención del crédito, incluidos los que deriven de cualquier otro contrato realizado con la finalidad de obtención del mismo<sup>(7)</sup>. El concepto

---

(5) La norma sexta.1 de la Circular 8/1990, del Banco de España, exige la entrega del documento contractual siempre que lo solicite el cliente y, en todo caso, en un número limitado de operaciones: a) apertura de cuentas corrientes a la vista o cuentas de ahorro; b) operaciones de cuantía inferior a 10 millones de pesetas y que consistan en operaciones de depósito a plazo o captación de fondos mediante pagarés o instrumentos similares; operaciones de compraventa con pacto de retrocesión de activos financieros incorporados a valores negociables; operaciones de préstamo y crédito incluidas las instrumentadas mediante tarjetas de crédito (modificación introducida por la Circular 13/1993); c) operaciones de leasing y d) cesiones de activos no incorporados a valores negociables o de derechos o cuotas sobre cualquier clase de activo.

(6) SALINAS ADELANTADO, C., “La nueva normativa sobre la transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios”, RGD, nº 601, octubre 1994, pp. 10754 a 10756.

(7) CASADO CERVIÑO, A., “El crédito al consumo y la protección de los consumidores”, RDBB, nº 11, julio-septiembre 1983, pp. 505 y 506; GARCÍA CRUCES, J.A., “Contratación bancaria y consumo”, RDBB, nº 30, abril-junio 1988, p. 313.

de coste total del crédito se encuentra actualmente recogido ya en la legislación [art. 18.a) LCC] <sup>(8)</sup>.

Sin embargo, el coste total del crédito no es por sí solo bastante para que el consumidor obtenga una visión suficiente y cotejada de las distintas ofertas de crédito. Por ello es necesario proporcionar también el dato de la TAE, que refleja el interés real o efectivo que debe pagar el consumidor por la obtención del crédito. El concepto y la fórmula de la TAE se encuentran contenidos en la Circular BE 8/1990, modificada en este aspecto por la Circular BE 13/1993. En similares términos se establece en la LCC, cuyo art. 18 contiene la definición de la TAE y el anexo la fórmula junto a cuatro ejemplos de cálculo de la misma, aunque hasta que no exista desarrollo reglamentario de la LCC es de aplicación la normativa sobre transparencia bancaria (Disposición transitoria única). No obstante, debe destacarse que la TAE no es el único elemento de información sobre el coste real del crédito, ya que se excluyen de su cálculo determinados conceptos o elementos (norma 8.4 Circular 8/1990, modificada por Circular 13/1993) <sup>(9)</sup>.

3. Pero junto al coste total o efectivo del crédito exige también la normativa sobre transparencia bancaria, dentro de las menciones necesarias del contrato, que consten los criterios a seguir para su modificación. En este sentido el art. 7.4.d) O.M. 1989 establece que los documentos contractuales relativos a operaciones activas o pasivas en los que intervenga el tiempo deberán recoger de forma explícita y clara: “Los derechos que contractualmente correspondan a la Entidad de crédito en orden a la modificación del tipo de interés pactado, que no podrá tomar como referencia los de la propia Entidad u otras de su grupo, o la modificación de las comisiones o gastos repercutibles aplicados; el procedimiento a que deberán ajustarse tales modificaciones...”. Dicha modificación debe, además, ser objeto de comunicación personalizada a la clientela “con antelación razonable a su aplicación” [art. 7.4.d)1º *in fine*]. Sin embargo, el párr. 2º del citado artículo permite sustituir esta comunicación personal por su publicación “con anterioridad a su aplicación y en un diario de general difusión (...) siempre que así se prevea expresamente en el contrato, que deberá en tal caso indicar el diario a utilizar”.

La Circular 8/1990, en su norma 6ª.6.d) reproduce lo establecido por el art. 7.4.d)1º O.M. 1989 y en la norma 6ª.8.1º lo dispuesto por el art 7.4.d)2º. Junto a las citadas disposiciones, la Circular permite que en los contratos de duración

---

(8) Vid. BONET SÁNCHEZ, J.L., “El coste del crédito al consumo”, en *Crédito y protección del consumidor*, cit. supra, pp. 255 y ss.

(9) PETIT LAVALL, MªV., *La protección del consumidor de crédito...*, cit. supra, pp. 215 y 216.

indefinida la comunicación de las modificaciones del tipo de interés, comisiones o gastos repercutibles sea realizada a través del tablón de anuncios, que debe existir en todas las oficinas abiertas al público, durante un plazo de dos meses con anterioridad a su aplicación. No obstante, dicha información debe facilitarse a la clientela afectada en la primera comunicación que se dirija al cliente en el marco de la relación contractual [norma 6ª.8 y norma 5ª.c)]<sup>(10)</sup>.

Más estricta ha sido la Circular 5/1994, para los préstamos hipotecarios a tipo de interés variable. Se añade a la norma 6ª de la Circular 8/1990 (siguiendo el art. 6.2 de la Orden de 5 de mayo de 1994), la necesidad para las entidades de crédito de que sólo utilicen como índices o tipos de referencia aquellos que “no dependan exclusivamente de la propia entidad de crédito, ni sean susceptibles de influencia por ella en virtud de acuerdos o prácticas conscientemente paralelas con otras entidades”, y, por tanto, no sólo las de su grupo. Por otra parte, se exige la comunicación previa al cliente salvo en los préstamos hipotecarios a tipo variable que utilicen como referencia uno de los tipos de referencia oficiales establecidos por la norma sexta bis.3 de la Circular 8/1990 (modificada por la Circular 5/1994) y cuyos métodos de cálculo vienen establecidos en el Anexo VII de la Circular 5/1994.

De las disposiciones expuestas se deduce, por tanto, que son dos los principales requisitos que deben reunir las cláusulas sobre modificación de las condiciones económicas del contrato para que sean válidas: a) constancia del procedimiento a seguir para efectuar la modificación, que exige en todo caso información previa a la clientela, y b) determinación de los criterios utilizados por la entidad de crédito para efectuar la misma. Estos requisitos pretenden compatibilizar el interés de las entidades de crédito a la adaptación de sus relaciones a los cambios de la coyuntura económica y el interés de los clientes a la estabilidad de los contratos celebrados en su día con unas determinadas condiciones<sup>(11)</sup>.

4. Respecto del procedimiento que debe ser utilizado para efectuar la modificación, la normativa sobre transparencia bancaria establece distintos sistemas distinguiendo tanto en función de la duración del contrato (determinada e

---

<sup>(10)</sup> Vid. Memoria del Servicio de Reclamaciones del Banco de España, 1993, reclamación nº 1253/1993, p. 44. El Servicio estima incorrecta la cláusula, en un contrato de cuenta corriente, que establece que “las variaciones serán comunicadas a los titulares mediante anuncios en las propias sucursales con una anticipación no inferior a 15 días sobre la fecha de entrada en vigor de las nuevas condiciones, renunciando el titular a cualquier otro plazo que normativamente pudiera corresponderle”.

<sup>(11)</sup> DUQUE, J.F., “Condiciones abusivas de crédito”, en *Crédito y protección del consumidor*, cit. supra, p. 493.

indeterminada) como del contenido económico de la modificación (intereses, comisiones o gastos). Al respecto establece que <sup>(12)</sup>:

a) La comunicación personalizada se puede utilizar tanto en los contratos de duración determinada como indeterminada y para la modificación de intereses, comisiones y gastos.

Esta comunicación es necesaria en: los préstamos hipotecarios a interés variable siempre que no utilicen como referencia uno de los tipos de referencia oficiales establecidos por la norma sexta bis 3 de la Circular 5/1994; los créditos al consumo y las financiaciones de ventas de bienes muebles a plazos cuando no utilicen esos tipos de referencia (Circular 3/1996). De igual modo debe ser el cliente informado por escrito de cualquier modificación en el tipo de interés o en los gastos en los créditos en cuenta corriente a los que se refiere el art. 19.1 LCC (Circular 3/1996).

También se exige en todo caso la comunicación personalizada al cliente de la primera variación en el contrato de los intereses, comisiones o gastos (norma sexta.8, párrafo 3º Circular 8/1990).

b) La publicación en un diario puede ser empleada tanto en los contratos de duración determinada como indeterminada pero sólo para las variaciones de intereses.

En los contratos de duración determinada la modificación de comisiones y gastos repercutibles deberá, en todo caso, comunicarse personalmente, no así la de los intereses. No se comprende el porqué de esta diferencia de tratamiento cuando la comunicación personal es la única que garantiza el conocimiento de la modificación por el cliente <sup>(13)</sup>.

c) La publicación en el tablón de anuncios sólo puede tener lugar en los contratos de duración indeterminada para la modificación de intereses, comisiones y gastos. Sin embargo, nada impide que en los contratos de duración determinada pueda utilizarse junto a los anteriores mecanismos.

---

<sup>(12)</sup> PETIT LAVALL, M.V., *La protección del consumidor de crédito...*, cit. supra, pp. 230 y 231.

<sup>(13)</sup> El Banco de España, en interpretación de la Circular 8/1990, justifica esta diversidad de tratamiento en que la modificación del tipo de interés previsto en el contrato implica la comunicación de que ha variado el índice objetivo de referencia de dicho interés, índice ajeno a la conducta de la entidad de crédito. Por el contrario, la modificación de las comisiones y gastos responde siempre a una decisión unilateral de la propia entidad. Vid. ECHEVARRÍA PÉREZ, A., "Principales cláusulas empleadas en los contratos suscritos con entidades de crédito y artículo 10 de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios", Conferencia, 29 de julio de 1993, p. 35.

Tanto la comunicación personal al cliente como la publicación en un diario deberán ser realizadas con razonable antelación. Aunque la normativa no establece plazos concretos, la práctica suele estar en torno a los cinco días para la comunicación personal. En este sentido, el Servicio de Reclamaciones del Banco de España<sup>(14)</sup> ha estimado que es insuficiente el plazo de preaviso para notificar la modificación del tipo de interés de un préstamo, de un día hábil anterior, establecido contractualmente, ya que no cumple con la comunicación “con antelación razonable” establecida por la normativa.

5. En cuanto a los criterios que debe seguir la entidad de crédito para efectuar la modificación, la normativa sobre transparencia bancaria sólo establece unos requisitos mínimos para la modificación del tipo de interés. Impide que se tomen como referencia los tipos de interés de la propia entidad u otras del grupo, o sean susceptibles de influencia por ella en virtud de acuerdos o prácticas conscientemente paralelas con otras entidades (esto último sólo para los préstamos hipotecarios a tipo de interés variable), lo que implica poner el contrato a merced de una de las partes en contra del art. 1256 CC<sup>(15)</sup>, pero no se exige una justa causa para la modificación.

Por el contrario, para la modificación de comisiones y gastos no se establece ningún criterio a seguir, bastando sólo el cumplimiento del procedimiento previsto.

6. En cualquier caso, si “las modificaciones del tipo de interés, comisiones o gastos repercutibles implicasen claramente un beneficio para el cliente podrán ser aplicadas inmediatamente”, tal y como establece la Circular 8/1990, norma sexta.8, último párrafo. Ello implica una supresión de los requisitos expuestos para efectuar la modificación de las condiciones económicas del contrato, siempre que la variación suponga un beneficio para el cliente. Sin embargo, no es frecuente en la práctica que las entidades de crédito modifiquen las condiciones económicas de la operación en beneficio de los clientes y, por tanto, en perjuicio propio (pérdida de rendimiento económico), salvo en aquellos contratos con interés variable en función de las variaciones de determinados índices de mercado<sup>(16)</sup>.

---

(14) Memoria 1993, p. 41.

(15) FERNÁNDEZ ARMESTO, J. y DE CARLOS, L., *El Derecho del mercado...*, cit. supra, p. 212; VICENT CHULIÁ, F., “Problemas generales de los contratos...”, cit. supra, p. 30; id., “Generalidades sobre el sistema financiero...”, cit. supra, p. 47.

(16) PETIT LAVALL, M<sup>º</sup>V., *La protección del consumidor de crédito...*, cit. supra, p. 230.

## 2. La Ley de Crédito al Consumo

1. Hay que destacar que algunos aspectos contemplados en la normativa de transparencia bancaria han pasado a ser claramente de Derecho privado, al delimitar lo que conforme a la buena fe constituyen obligaciones de las partes que deben integrar el contenido obligacional. Así, la LCC también contiene una serie de normas dirigidas a regular la determinación y la modificación del contenido económico de los contratos en ella contemplados. Recoge en su art. 6 una serie de requisitos mínimos que deben reunir los contratos de crédito al consumo (delimitados en los arts. 1 y 2): TAE, cuadro de amortización, elementos que componen el coste del crédito, en el art. 7 las consecuencias del incumplimiento del artículo anterior y en su art. 8 los requisitos necesarios para la modificación del coste total del crédito.

Sin embargo, y como es sabido, el ámbito de aplicación de la LCC es menor que el de la normativa sobre transparencia bancaria. Por un lado porque sólo se aplica a determinadas operaciones activas, delimitadas en sus arts. 1 y 2<sup>(17)</sup>. Por otro, y lo que quizá es más relevante, porque su ámbito de aplicación subjetivo se restringe a contratación con consumidores (art. 1.2)<sup>(18)</sup>.

2. La determinación de las condiciones económicas de los contratos de crédito al consumo vienen establecidas en los arts. 6 y 18. El art. 6 exige que consten en el contrato tanto el coste total del crédito como la tasa anual equivalente definidos en el art. 18, además del cuadro de amortización o relación del importe, número y periodicidad o las fechas de los pagos que deba realizar el consumidor para el reembolso del crédito y el pago de los intereses y demás gastos, así como el importe total de esos pagos, cuando sea posible [art. 6.2.b)].

En concreto, el art. 18.a) LCC desarrolla el concepto de coste efectivo del crédito, al establecer que “comprende los intereses y todos los demás gastos y cargas que el consumidor esté obligado a pagar para el crédito, incluidos los seguros de amortización del crédito por fallecimiento, invalidez o desempleo del titular, que sean exigidos por el empresario para la concesión del mismo”. Dicho concepto debe integrarse con lo dispuesto por el art. 6.2.c) que excluye

---

(17) Vid. sobre el ámbito objetivo de aplicación de la LCC PETIT LAVALL, M<sup>a</sup>V., *La protección del consumidor de crédito...*, cit. supra, pp. 65 y ss.; MARÍN LÓPEZ, J.J., “La Ley de Crédito al Consumo: ámbito de aplicación”, en *Crédito y protección del consumidor*, cit. supra, pp. 91 y ss.

(18) Vid. sobre el ámbito subjetivo de aplicación de la LCC PETIT LAVALL, M<sup>a</sup>V., *La protección del consumidor de crédito...*, cit. supra, pp. 48 y ss.; MARÍN LÓPEZ, J.J., “La Ley de Crédito al Consumo: ámbito de aplicación”, en *Crédito y protección del consumidor*, cit. supra, pp. 76 y ss.

del cómputo del mismo los elementos relativos al incumplimiento de las obligaciones contractuales.

Por su parte, el art. 18.b) define la TAE como el coste total del crédito expresado en términos porcentuales. De esta forma, la TAE iguala, sobre una base anual, el valor actual de todos los compromisos existentes o futuros asumidos por la entidad de crédito y por el consumidor y su cálculo se realiza conforme a la fórmula matemática establecida en el anexo, acompañada de cuatro ejemplos. Sin embargo, en tanto no exista desarrollo reglamentario de la LCC, es de aplicación la normativa sobre transparencia bancaria (Disposición Transitoria Única), concretamente el concepto y la fórmula de la TAE contenida en la Circular 8/1990, modificada en este extremo por la Circular 13/1993.

3. La LCC también regula la modificación unilateral de las condiciones económicas contractuales y al igual que la normativa sobre transparencia bancaria admite la misma, aunque sometida al doble requisito de determinación del procedimiento y de los criterios empleados para efectuar la modificación.

El art. 8 LCC establece:

“1. El coste total del crédito no podrá ser modificado en perjuicio del prestatario, a no ser que esté previsto en acuerdo mutuo de las partes formalizado por escrito. Esas modificaciones deberán ajustarse a lo establecido en los números siguientes.

2. La variación del coste del crédito se deberá ajustar, al alza o a la baja, a la de un índice de referencia objetivo.

3. En el acuerdo formalizado por las partes se contendrán, como mínimo, los siguientes extremos:

a) Los derechos que contractualmente correspondan a las partes en orden a la modificación del coste total del crédito inicialmente pactado y el procedimiento a que ésta deba ajustarse.

b) El diferencial que se aplicará, en su caso, al índice de referencia utilizado para determinar el nuevo coste.

c) La identificación del índice utilizado o, en su defecto, una definición clara del mismo y del procedimiento para su cálculo.

Los datos que sirvan de base al índice deberán ser agregados de acuerdo con un procedimiento objetivo.

4. Salvo cuando las partes hayan convenido la utilización de un tipo de referencia publicado oficialmente por resolución del Ministerio de Economía y Hacienda o por el Banco de España, las modificaciones en el coste total del crédito deberán ser notificadas por el prestamista al prestatario de

forma individualizada. Esa notificación, que deberá efectuarse dentro del plazo máximo que reglamentariamente se fije, incluirá el cómputo detallado —según el procedimiento de cálculo acordado— que da lugar a esa modificación, e indicará el procedimiento que el prestatario podrá utilizar para reclamar ante el prestamista en caso de que discrepe del cálculo efectuado”.

4. En cuanto al procedimiento a seguir para efectuar la modificación, la LCC exige también comunicación al consumidor. El art. 8.3.a) establece que el acuerdo de las partes debe contener los derechos que contractualmente correspondan a las mismas en orden a la modificación, así como el procedimiento al que ésta deberá ajustarse. Por otra parte, el apartado 4 del mismo precepto establece la obligación de notificación personalizada al consumidor de la variación, salvo cuando las partes hayan convenido la utilización de un tipo de referencia publicado oficialmente por resolución del Ministerio de Economía y Hacienda o por el Banco de España.

De este modo, la LCC, aplicable sólo a determinadas operaciones activas, no distingue en función de la duración determinada o indeterminada del contrato y exige:

a) Para la variación del tipo de interés, notificación personalizada al consumidor.

En el supuesto en que el tipo de referencia utilizado en el contrato esté publicado oficialmente por resolución del Ministerio de Economía y Hacienda o por el Banco de España, no será necesaria la notificación personalizada.

Debe destacarse que la LCC ni siquiera prevé la necesidad de notificación de la modificación con una antelación razonable, que debe ser exigida en todo caso, sino que remite a ulterior desarrollo reglamentario la determinación del plazo máximo en que deberá efectuarse <sup>(19)</sup>. Desarrollo reglamentario hoy todavía inexistente por lo que debe entenderse aplicable la normativa sobre transparencia bancaria (vid. supra).

b) Para la variación de las comisiones y gastos no prevé la LCC mecanismo alguno. Aunque el art. 8 LCC afecta a “las modificaciones del coste total del crédito”, todo el párrafo 4 va referido al tipo de interés y no a los otros elementos componentes del mismo. Ello conduce al absurdo de permitir cualquier modificación de los gastos o comisiones por la entidad de crédito sin necesidad de previa comunicación al consumidor, sea individualizada o mediante anuncios. Esta conclusión es a todas luces contraria al espíritu protector del consu-

---

<sup>(19)</sup> PETIT LAVALL, M<sup>a</sup>V., *La protección del consumidor de crédito...*, cit. supra, p. 232.

midor en las operaciones de crédito al consumo afectadas por la Ley, además de que desconoce que es precisamente hoy día en materia de comisiones y gastos donde se están constatando la mayor parte de prácticas abusivas de las entidades de crédito, pues es por estos conceptos por los que obtienen mayores beneficios, dada la competencia existente sobre tipos de interés y debido, principalmente, a que no son tenidos en cuenta por la mayor parte de los clientes/consumidores a la hora de contratar por su cuantía irrelevante<sup>(20)</sup>.

No obstante, y aun a falta de desarrollo reglamentario, las lagunas de la LCC deben completarse con la normativa sobre transparencia bancaria que en este punto ofrece una mayor protección al consumidor al exigir en todos los contratos de duración determinada la comunicación personalizada de la modificación de comisiones y gastos repercutibles.

5. Por lo que respecta a los criterios que debe seguir la entidad de crédito para efectuar la modificación, la LCC también prohíbe la modificación *ad nutum* del coste total del crédito. En efecto, el art. 8 prohíbe la modificación del mismo en perjuicio del consumidor-prestatario salvo que esté formalizado y aceptado por escrito en el contrato. Dicha variación deberá realizarse siempre, es decir, tanto al alza como a la baja, en función de un índice de referencia objetivo.

De este modo, en cuanto a los criterios a utilizar para efectuar la modificación, la LCC es más estricta que la normativa sobre transparencia bancaria que sólo impide que se tomen como referencia los de la propia entidad u otras del grupo, pero no se exige una justa causa para la modificación, lo que sí hace el art. 8.2 LCC al establecer la necesidad de que la variación del coste del crédito se ajuste siempre a un índice objetivo, que —estimamos— deberá ser siempre el mismo a lo largo de toda la duración del contrato<sup>(21)</sup>.

6. Los requisitos establecidos para las cláusulas de modificación unilateral de las condiciones del contrato se aplicarán cuando la variación sea perjudicial para el consumidor pero no en caso contrario, esto es, cuando mejoren las condiciones económicas de la operación. Las cautelas establecidas —aunque mínimas— no tienen razón de ser en estos supuestos. Así lo ha previsto expresamente el art. 8.1 LCC, aunque también en este caso, a diferencia de la norma-

---

(20) ALCOVER GARAU, G. y MARTÍNEZ NADAL, A., “Contrato de cuenta corriente bancaria y licitud de las comisiones de mantenimiento y administración”, RDBB, nº 70, abril-junio 1998, p. 539.

(21) ALFARO, J., voz “Préstamo mercantil”, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. III, Madrid, 1995, p. 5039; PETIT LAVALL, M<sup>av</sup>., *La protección del consumidor de crédito...*, cit. supra, pp. 234, 235 y 243.

tiva sobre transparencia bancaria, la variación del coste deberá ajustarse a un índice de referencia objetivo y no realizarse arbitrariamente <sup>(22)</sup>.

### 3. La LGDCU

1. La facultad de modificación unilateral de las condiciones generales del contrato por parte del predisponente de las mismas está también prevista por la LGDCU. La Disposición Adicional Primera.I.2<sup>a</sup> considera abusiva la reserva a favor del profesional de facultades de modificación unilateral del contrato sin motivos válidos especificados en el mismo.

Pero, además, la propia Disposición Adicional Primera.I.2<sup>a</sup>, en su párrafo 2º contempla expresamente el supuesto de modificación unilateral de las condiciones económicas de los contratos de servicios financieros, al establecer:

“En los contratos referidos a servicios financieros lo establecido en el párrafo anterior se entenderá sin perjuicio de las cláusulas por las que el prestador de servicios se reserve la facultad de modificar sin previo aviso el tipo de interés adeudado por el consumidor o al consumidor, así como el importe de otros gastos relacionados con los servicios financieros, cuando aquellos se encuentren adaptados a un índice, siempre que se trate de índices legales y se describa el modo de variación del tipo, o en otros casos de razón válida, a condición de que el profesional esté obligado a informar de ello en el más breve plazo a los otros contratantes y éstos puedan resolver inmediatamente el contrato. Igualmente podrán modificarse unilateralmente las condiciones de un contrato de duración indeterminada, siempre que el prestador de servicios financieros esté obligado a informar al consumidor con antelación razonable y éste tenga la facultad de resolver el contrato, o, en su caso, rescindir unilateralmente, sin previo aviso en el supuesto de razón válida, a condición de que el profesional informe de ello inmediatamente a los demás contratantes”.

De lo expuesto en el transcrito párrafo 2º se deduce que en contratación con consumidores de servicios financieros y, por consiguiente, tanto en operaciones bancarias activas como pasivas, la modificación unilateral de las condiciones económicas del contrato (intereses, comisiones y gastos) requiere también del doble control: de procedimiento y de contenido o criterios a seguir para efectuar la modificación.

2. En cuanto al procedimiento, la LGDCU distingue entre contratos de duración determinada y contratos de duración indeterminada.

---

(22) PETIT LAVALL, M<sup>a</sup>V., *La protección del consumidor de crédito...*, cit. supra, p. 235.

En los contratos de duración determinada no es necesaria la información (sin previo aviso) al consumidor tanto en la modificación del tipo de interés siempre que esté adaptado a un índice legal y se describa el modo de variación del tipo, como en caso contrario (otros casos de razón válida), esto es, cuando la variación no esté adaptada a un índice legal, lo que sucederá también para comisiones y gastos.

En los contratos de duración indeterminada sólo existe obligación de información al consumidor de la modificación “con antelación razonable” en el supuesto en que la modificación sea *ad nutum*, es decir, sin justa causa. En caso contrario, cuando exista razón válida, no se exige tal obligación de información.

En consecuencia, la LGDCU es en este aspecto mucho más laxa que la LCC y que la normativa sobre transparencia bancaria y digna de toda crítica<sup>(23)</sup>. Sólo establece el requisito de información al consumidor en las modificaciones “ad nutum” de las condiciones económicas de los contratos de duración indefinida; información que además no equivale a comunicación personalizada o notificación.

3. Por lo que respecta a los criterios o contenido de la modificación, la LGDCU exige que esta sea por justa causa (razón válida) aunque sólo para los contratos de duración determinada. Sigue la LGDCU la Directiva 93/13, que en su anexo, apartados 1.j) y 2.b), exige que exista un motivo válido o razón válida, justa causa que deberá interpretarse en el sentido de la LCC, como “índice de referencia objetivo” (art. 8.2) o adaptación a los cambios sufridos por el entorno económico o el mercado<sup>(24)</sup>.

## II. VALORACIÓN DE LA SENTENCIA AL HILO DE LA NORMATIVA

1. La sentencia objeto de comentario merece ser objeto de una valoración altamente positiva por diversas razones. La misma acertadamente declara nula una cláusula de determinación y modificación unilateral del tipo de interés de un contrato de préstamo hipotecario por no reunir ninguno de los dos requisi-

---

(23) Vid. una crítica a la lista de cláusulas prohibidas en el entonces Proyecto de Ley por ALFARO, J., “El Proyecto de Ley sobre condiciones generales de la contratación: técnica legislativa, burocracia e intereses corporativos en el Derecho privado”, RDBB, nº 67, julio-septiembre 1997, pp. 873 y ss.

(24) DUQUE, J.F. (“Condiciones abusivas de crédito”, en *Crédito y protección del consumidor*, cit. supra, p. 497), afirma, aunque en interpretación de la Directiva 93/13, que “razón válida” debe ser equivalente a motivo grave.

tos que, como se ha visto, exige la legislación al respecto. Por un lado, porque no se cumplen las exigencias sobre el procedimiento para efectuar la modificación al no preverse la comunicación con antelación razonable. Por otro, porque no existe justa causa para la modificación del interés, al venir éste referido al propio interés preferencial de la entidad de crédito<sup>(25)</sup>.

Para llegar a esta conclusión el juzgador de instancia efectúa un análisis de las disposiciones reguladoras de la materia, tanto de la normativa sobre transparencia bancaria como de la LGDCU, art. 10 bis y DA Primera, en su redacción dada por la LCGC. Por el contrario, no menciona la LCC, sin duda porque la aplicación de la misma a los créditos garantizados con hipoteca inmobiliaria es francamente exigua, ya que el art. 2.2 establece que no se aplicarán a dichos contratos los arts. 6 a 14 y 19, estando consiguientemente fuera del supuesto analizado.

2. No obstante, pese a que la sentencia efectúa un análisis tanto de la normativa de transparencia bancaria como de la LGDCU para llegar a su fallo, las concretas disposiciones que estudia no son del todo las acertadas, es decir, las directamente establecidas para el supuesto: modificación unilateral del tipo de interés de un préstamo hipotecario.

Se citan, dentro de la normativa sobre transparencia bancaria, la O.M. 1989 y la Circular BE 8/1990, pero se omite toda referencia a la O.M. de 5 de mayo de 1994, para los préstamos en los que la garantía hipotecaria recaiga sobre una vivienda y a la Circular 5/1994, de 22 de julio, del Banco de España, sobre transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios. Quizá se deba a que la hipoteca no recae sobre una vivienda o que el importe del préstamo sea superior a 25 millones de pesetas (datos que se desconocen), y por tanto, esté fuera del ámbito de aplicación de la citada O.M. de 5 de mayo de 1994, que prevé para estos supuestos un mayor nivel de información a la clientela.

3. Es de destacar que la sentencia aplica la actual LGDCU, incluyendo la cláusula analizada dentro de los supuestos prohibidos por la Disposición Adicional Primera. No obstante, y aunque carente de error, considera la cláusula incluida en los supuestos del apartado I.4<sup>ª</sup> (equivocadamente enumerada como 6<sup>ª</sup>), esto es, la supeditación del contrato a la voluntad del profesional. Desconoce la existencia de una expresa y concreta previsión al respecto, el apartado I.2<sup>ª</sup>, párrafo 2<sup>º</sup>, que exige razón válida para la modificación unilateral de las condi-

---

(25) Este también ha sido el criterio seguido por la SAP de Madrid de 28 de febrero de 1995, al declarar nula una cláusula inserta en un contrato de préstamo con garantía hipotecaria, en la que se preveía la variación del tipo de interés en función del interés preferencial de otra entidad perteneciente al mismo grupo financiero. Vid. ANDREU MARTI, M<sup>ª</sup> del M., *La protección del cliente bancario*, cit. supra, p. 81.

ciones económicas de los contratos bancarios de duración determinada, y en consecuencia declara nulas las cláusulas de modificación unilateral y *ad nutum* en este sentido. Este error del juzgador, aunque no carente de excusa, corrobora la mala técnica legislativa empleada por la LGDCU.

---

# NOTICIAS

---

## **1. UNA INICIATIVA COMUNITARIA PARA LA ADOPCIÓN DE UN REGLAMENTO SOBRE PROCEDIMIENTOS CONCURSALES**

El día 26 del pasado mes de mayo Alemania y Finlandia presentaron al Consejo de la UE una *iniciativa* con vistas a la adopción de un Reglamento sobre procedimientos concursales (DOC 221 de 3 de agosto de 1999, pp. 8-23). Con esta acción comunitaria se trata de mejorar y acelerar estos procedimientos que tengan repercusiones transfronterizas dentro del ámbito de cooperación judicial en materia civil con arreglo a lo dispuesto en el art. 65 del Tratado. Más concretamente, de coordinar las medidas que deberán adoptarse respecto del activo del deudor insolvente, con objeto de disuadir a cualquiera que pudiera ser parte en el procedimiento que se incoase de la búsqueda de incentivos para transferir bienes o litigios de un Estado miembro a otro con la torticera intención de obtener una posición jurídica que le resultase más favorable, en detrimento de los demás interesados.

Se parte de la constatación de una realidad indiscutible: la diversidad de normas existentes en los Ordenamientos de los Estados miembros, especialmente en materias concernientes a garantías y a la configuración de privilegios, constituye, sin duda, uno de los mayores obstáculos para el reconocimiento de un procedimiento único basado en la insolvencia, regido, sin excepciones, por el Derecho del Estado en el que se incoe, que pretenda tener validez universal para toda la Comunidad, puesto que provocaría la postergación de los intereses de los acreedores foráneos que titularsen derechos sobre especiales bienes radicados en otros Estados distintos de aquél en que se inicia un procedimiento concursal.

La oportunidad de esta iniciativa queda de manifiesto habida cuenta de que los procedimientos reguladores de las situaciones de insolvencia, así como los convenios en que éstos pueden desembocar y otros procedimientos análogos, están excluidos del ámbito de aplicación del Convenio 72/884/CEE, relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones en materia civil y mercantil (v. DO L 299 de 31 de diciembre de 1972; v., asimismo, Protocolo 75/464/CEE sobre interpretación de éste en DO L 204 de 2 de agosto de 1975). Se justifica así la necesidad de que para los procedimientos concursales que se sustancien en un Estado miembro y que tengan repercusiones transfronterizas se recojan, en un instrumento legal comunitario vinculante y directamente aplicable en los Estados miembros, disposiciones sobre competencia judicial para la apertura de procedimientos de insolvencia y para las resoluciones emanadas directamente de dichos procedimientos, así como otras disposiciones relativas al reconocimiento de estas resoluciones y al Derecho aplicable en tal ámbito.

Todo ello con objeto de permitir coordinar las medidas que deberán adoptarse con respecto al activo del deudor insolvente.

Por este fundamental motivo la iniciativa de Alemania y Finlandia pretende cohonestar el reconocimiento por parte de todos los Estados miembros de un procedimiento basado en la insolvencia con la salvaguardia de determinadas garantías a través del establecimiento de dos medidas: de una parte, se contempla la posibilidad de que, junto a un procedimiento *principal* de insolvencia con validez universal, que abarca todos los bienes del deudor a escala mundial y afecta a todos los acreedores donde quiera que se encuentren, puedan incoarse procedimientos *secundarios* (denominados también nacionales, territoriales o particulares), cuyo objeto se refiere exclusivamente a bienes situados en Estados miembros distintos de aquél en el que se inicia el procedimiento principal. De otro lado, se adoptan medidas especiales sobre algunos derechos que se consideran de singular importancia.

Con la coexistencia de un procedimiento principal y, paralelamente y debidamente coordinados, de uno o de varios procedimientos secundarios se evita una centralización excesivamente rígida de los procedimientos concursales, principal causa de su exclusión del ámbito de aplicación del Convenio relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones en materia civil y mercantil, garantizándose así la necesaria unidad dentro de la Comunidad.

### **Del ámbito de aplicación**

El Reglamento proyectado pretende aplicarse a todos los procedimientos universales basados en la insolvencia que provoquen el desapoderamiento total o parcial del deudor, con independencia del carácter de éste (persona física o jurídica, empresario mercantil o no) y el nombramiento de una persona u órgano cuya función consista en administrar o liquidar la masa activa o supervisar la gestión de los negocios del deudor (art. 1.1), al que se le denomina, *tout cour*, síndico [asimilándose en nuestro país indistintamente al síndico propiamente dicho, al depositario, al interventor o al comisario —v. art. 2.b) y anexo C—]. Por tanto, y a los efectos de la normativa española al respecto, quedarían englobados dentro de su ámbito de aplicación el concurso de acreedores, la quiebra y la suspensión de pagos —v. art. 2.a) y anexo A—; no así los procedimientos de quita, espera, y quita y espera, ya que éstos, precisamente, presuponen la solvencia del deudor (v. arts. 1911 y 1913 CC).

Sin embargo, el Reglamento no se aplicará a los procedimientos de insolvencia relativos a las entidades de seguros, de crédito ni de inversión que presen servicios que impliquen la posesión de fondos o de valores negociables de terceros, ni a las entidades de inversión colectiva. Estas excepciones se justifi-

can por los regímenes especiales a los que se encuentran sometidos tales entidades y por el hecho, además, de las amplias competencias de intervención que sobre ellas disponen las autoridades nacionales de control.

### **De la competencia internacional**

Tienen competencia para iniciar el procedimiento *principal* los órganos jurisdiccionales del Estado miembro en cuyo territorio se encuentre el centro de los intereses principales del deudor. Tratándose de sociedades y personas jurídicas, se presume que el centro de los intereses principales coincide, salvo prueba en contrario, con el lugar de su domicilio (art. 3.1). El procedimiento principal tiene alcance universal y pretende abarcar todos los bienes del deudor a escala mundial y afectar a todos los acreedores donde quiera que se encuentren. En todo caso se incluirán en la masa activa del procedimiento principal los derechos relativos a la propiedad industrial establecidos por disposiciones comunitarias (patentes y marcas comunitarias o cualesquiera otros derechos análogos —art. 12—).

Iniciado un procedimiento principal en un Estado miembro, los órganos jurisdiccionales de otro Estado miembro sólo serán competentes para abrir un procedimiento *secundario* respecto del mismo deudor si éste posee un establecimiento [entendiéndose por tal todo lugar de operaciones en el que aquél ejerza de forma no transitoria una actividad económica con medios humanos y bienes —art. 2.h)—] en el territorio de este último Estado (art. 3.2). Dicho procedimiento secundario se encuentra sometido a unos límites estrictos: 1º No puede examinar la insolvencia del deudor, porque ésta se presupone, respetando la decisión del órgano jurisdiccional del Estado de *apertura* del procedimiento principal; 2º Deberá ser un procedimiento que entre en la categoría de los denominados de “liquidación” (arts. 3.3 y 27), en el que se incluyen los casos en los que el procedimiento concluya, bien mediante un convenio o de otras medidas que pongan fin a la insolvencia del deudor, bien a causa de la insuficiencia del activo [art. 2.c); en nuestro país tales procedimientos se refieren exclusivamente al concurso de acreedores, quiebra y suspensión de pagos basada en la insolvencia definitiva —anexo B—]; 3º Sus efectos se limitarán a los bienes del deudor situados en el territorio del Estado miembro que abra el procedimiento secundario (arts. 3.2 y 27).

Con anterioridad a un procedimiento principal sólo podrá incoarse un procedimiento secundario en uno de los casos siguientes: a) cuando no pueda obtenerse la apertura de un procedimiento principal a tenor de las condiciones establecidas por la ley del Estado miembro en cuyo territorio esté situado el centro de los intereses principales del deudor; b) en los supuestos en los que se solicite por un acreedor cuyo domicilio, residencia habitual o sede se halle

situado en el Estado miembro en cuyo territorio se encuentra el establecimiento en cuestión o cuyo crédito tenga su origen en la explotación de dicho establecimiento (art. 3.4).

Podrán solicitar la apertura de un procedimiento secundario no sólo cualquier persona o autoridad legitimada para incoarlo con arreglo a la legislación del Estado miembro en cuyo territorio se solicite, sino también el síndico del procedimiento principal (art. 29). Y ello precisamente porque pueden darse casos en los que los bienes del deudor sean demasiado complejos para ser administrados unitariamente o en los que las diferencias legislativas entre Estados miembros sean tan grandes que provoquen fricciones debidas a la ampliación de los efectos emanados de la legislación del Estado de apertura a los demás Estados en los que se hallen situados los activos.

Así pues, sólo se fija la competencia internacional, designándose el Estado miembro cuyos órganos jurisdiccionales pueden iniciar un procedimiento concursal, principal o secundario; el concreto Derecho nacional determinará la competencia territorial interna dentro de ese Estado.

### **Del reconocimiento del procedimiento de insolvencia**

Toda resolución de apertura de un procedimiento concursal, principal o secundario, adoptada por el tribunal competente de un Estado miembro será reconocida en todos los demás Estados miembros desde el momento en que la resolución produzca efectos en el Estado de apertura, incluso en los casos en los que el deudor, por sus circunstancias personales, no pueda ser sometido a un procedimiento de insolvencia en los demás Estados miembros (art. 16.1). Por excepción cualquier Estado miembro podrá negarse a reconocer un procedimiento concursal abierto en otro Estado miembro o a ejecutar una resolución dictada en el marco de dicho procedimiento cuando el reconocimiento o la ejecución pueda producir efectos claramente contrarios al orden público de dicho Estado, en especial a sus principios fundamentales o a los derechos y a las libertades individuales garantizados por su Constitución (art. 26). Dicho reconocimiento, sin embargo, no impedirá la posibilidad de que pueda iniciarse un procedimiento secundario en otro Estado miembro (art. 16.2). Y, paralelamente, los efectos de un procedimiento secundario no podrán ser recurridos en los demás Estados miembros. Cualquier limitación de los derechos de los acreedores, en particular un aplazamiento de pago o una condonación de deuda resultante de este procedimiento, sólo podrá oponerse, por lo que respecta a los bienes situados en el territorio de otro Estado miembro, a los acreedores que hayan manifestado su consentimiento (arts. 17.2 y 34.2).

Del mismo modo se establece un reconocimiento inmediato de las resoluciones relativas al desarrollo y terminación del procedimiento concursal dicta-

das por el órgano jurisdiccional cuya resolución de apertura deba reconocerse, incluidas las atinentes a las medidas cautelares adoptadas después de la solicitud de apertura. Tales resoluciones se ejecutarán con arreglo a lo establecido en el Convenio de Bruselas relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil o mercantil, excepto si dichas resoluciones tienen por efecto una limitación de la libertad personal o del secreto postal (art. 25). Este reconocimiento automático implica que los efectos del Derecho del Estado de apertura del procedimiento se extiendan a todos los demás Estados, en tanto en cuanto no se haya abierto en éstos ningún procedimiento secundario (art. 17.1).

El reconocimiento de las resoluciones pronunciadas por los órganos jurisdiccionales de los Estados miembros debe reposar en el principio de la confianza mutua. De ahí que los motivos de no reconocimiento se reduzcan al mínimo. De igual modo debe solventarse con arreglo a este principio el conflicto que pueda producirse cuando los órganos jurisdiccionales de dos Estados miembros se consideren competentes para incoar un procedimiento principal de insolvencia. La resolución del órgano que lo inicie en primer lugar deberá ser reconocida en los demás Estados miembros, quienes no podrán someter a control aquélla.

### **De la ley aplicable**

Se establecen normas uniformes de conflicto acerca de la ley aplicable, que sustituyen a las normas nacionales de Derecho internacional privado. El término “ley aplicable” se refiere, pues, al Derecho interno del Estado miembro, con exclusión de sus normas de Derecho internacional privado. La regla general es la de que la ley aplicable al procedimiento concursal y a sus efectos, sea este el principal sea cualquiera de los secundarios, será la del Estado miembro en cuyo territorio se abra el procedimiento (arts. 4.1 y 28, respectivamente). Esta norma de conflicto, la *lex concursus*, en principio y salvo disposición en contrario, determina todos los efectos del procedimiento, tanto procesales como materiales, sobre las personas y las relaciones jurídicas implicadas, y regula todas las condiciones para su apertura, desarrollo y conclusión.

La ley del Estado de apertura del procedimiento habrá de precisar en particular (art. 4.2): a) los deudores que puedan ser sometidos a un procedimiento en calidad de tales; b) los bienes que forman parte de la masa y la suerte de los bienes adquiridos por el deudor después de la apertura del procedimiento; c) las facultades respectivas del deudor y del síndico; d) las condiciones de oponibilidad de una compensación; e) los efectos del procedimiento sobre los contratos en vigor en los que el deudor sea parte; f) los efectos de la apertura del procedimiento sobre las ejecuciones individuales, con excepción de los procesos en

curso; g) los créditos que deban cargarse al pasivo del deudor y la suerte de los créditos nacidos después de la apertura del procedimiento de insolvencia; h) las normas relativas a la presentación, examen y reconocimiento de los créditos; i) las normas del reparto del producto de la realización de los bienes, la graduación de los créditos y los derechos de los acreedores que hayan sido parcialmente indemnizados después de la apertura del procedimiento en virtud de un derecho real o por el efecto de una compensación; j) las condiciones y los efectos de la conclusión del procedimiento, en particular, mediante un convenio; k) los derechos de los acreedores después de terminado el procedimiento; l) la imposición de las costas y gastos del procedimiento; m) las normas relativas a la nulidad, anulación o inoponibilidad de los actos perjudiciales al conjunto de los acreedores.

La regla general de la aplicación de la *lex concursus*, esto es, la ley del Estado miembro en el que se inicia el procedimiento, sufre, sin embargo, una serie de excepciones que se establecen con la finalidad de proteger legítimas expectativas y de dotar de seguridad a determinadas operaciones efectuadas en otros Estados miembros. En atención a tales fines se contemplan puntos de conexión que divergen del de la ley del Estado en el que se abre el procedimiento. Tales excepciones son las siguientes:

- a) Los derechos reales titulados por un acreedor o por un tercero sobre los bienes, materiales o inmateriales, muebles o inmuebles, que pertenezcan al deudor y que se hallen en el territorio de otro Estado miembro distinto del Estado en el que se inicia el procedimiento no se verán afectados por éste (art. 5). Como quiera que tales derechos son de suma importancia para la concesión de créditos, el fundamento, la validez y el alcance de estos derechos se regirán con arreglo al Derecho del lugar de establecimiento y no les afectará la incoación del procedimiento principal. De este modo, el titular de un derecho real puede hacer uso del derecho de separación.
- b) La *lex locus rei sitae* será la aplicable a la compraventa de un bien con reserva de dominio respecto del vendedor en caso de apertura de un procedimiento concursal contra el comprador; lo propio habrá de regir cuando, iniciado un procedimiento de este tipo contra el vendedor, éste ya hubiera entregado el bien al comprador (art. 7).
- c) Los efectos del procedimiento concursal sobre un contrato por el que se atribuya un derecho de uso o de dominio sobre un bien inmueble se regularán exclusivamente por la ley del Estado miembro en cuyo territorio se encuentre situado el bien (art. 8).

- d) Si con arreglo al Derecho del Estado de apertura del procedimiento no se admitiera la compensación, la parte *in bonis* tendrá derecho a ella, si ésta fuera posible según la ley aplicable al crédito del deudor insolvente (art. 6). De esta forma, la compensación adquiere una función de garantía sobre la base de disposiciones legales en las que el acreedor puede confiar en la fecha de la aparición de su crédito.
- e) Los contratos relativos a la liquidación, a los acuerdos de compensación, a las cesiones de valores y a las garantías ofrecidas como compensación de estas operaciones de pago tienen una especial necesidad de protección en el caso de los sistemas de pago y de los mercados financieros [v. Directiva 98/26/CE, de 19 de mayo de 1998 (DOL 166, de 11 de junio de 1998)]. Estas operaciones se registrarán exclusivamente por el Derecho aplicable al sistema en cuestión (art. 9). Esta disposición trata de evitar que, en caso de insolvencia de un socio, puedan modificarse los mecanismos previstos para los sistemas de pagos y liquidaciones de operaciones y para los mercados financieros regulados de los Estados miembros.
- f) Por lo que se refiere a los contratos de trabajo y a las relaciones laborales, los efectos del procedimiento concursal sobre la continuación o conclusión de dichas relaciones, así como los derechos y obligaciones de las partes implicadas, se regularán por el Derecho aplicable con arreglo a las normas generales de conflicto, es decir, por la ley del Estado miembro aplicable al contrato de trabajo (art. 10). Las demás cuestiones relativas a la repercusión de la insolvencia sobre tales materias (v. gr., de privilegio o de rango) se resolverán de acuerdo con el Derecho del Estado de apertura del procedimiento.
- g) Los efectos del procedimiento concursal sobre los derechos del deudor sobre un bien inmueble, un buque o una aeronave, que estén sujetos a inscripción en un Registro público, se regularán de acuerdo con la ley del Estado miembro bajo cuya autoridad se lleve el Registro (art. 11).
- h) Cuando el deudor dispusiere a título oneroso, después de incoado un procedimiento concursal, de un bien inmueble, de un buque o de una aeronave sujetos a inscripción registral, o de valores negociables cuya existencia suponga una inscripción en un registro determinado por ley, la validez de dicho acto se regirá por la ley del Estado en cuyo territorio se encuentre el bien inmueble o bajo cuya autoridad se lleve el Registro (art. 14).

- i) Los efectos del procedimiento concursal con respecto a otros procedimientos en curso en relación con un bien o un derecho de la masa se regirán exclusivamente por la ley del Estado miembro en el que esté en curso dicho procedimiento (art. 15).

Lo dispuesto en todas las anteriores normas proyectadas no impedirá el ejercicio de las acciones de nulidad, anulación o inoponibilidad de los actos perjudiciales al conjunto de los acreedores, establecidas por la ley del Estado de apertura del procedimiento. No obstante lo anterior, no podrán ejercitarse estas acciones cuando el que se haya beneficiado de un acto perjudicial para los intereses de los acreedores pruebe que el concreto acto de que se trate está sujeto a la ley de un Estado miembro distinto del Estado de apertura y que, en ese específico supuesto, dicha ley no permite en ningún caso que se impugne tal acto (art. 13).

### **De la sindicatura**

El síndico nombrado en un procedimiento principal podrá ejercer en el territorio de otro Estado miembro todas las facultades que le confiera la ley del Estado de apertura, siempre que no se haya incoado en aquel Estado un procedimiento secundario o adoptado medida alguna cautelar contraria como consecuencia de una solicitud de apertura de un procedimiento concursal en dicho Estado. En especial, podrá trasladar los bienes del deudor fuera del Estado miembro en que se encuentren, salvo en los casos en que la propiedad sobre dichos bienes se encuentre limitada por la existencia de un derecho real titulado por un acreedor o por un tercero o que estén afectados por un pacto de reserva de dominio (art. 18.1). Igualmente podrá solicitar en el Estado miembro en que se hallen bienes del deudor en el que se desee iniciar un procedimiento secundario medidas cautelares de conservación o de protección de aquéllos (art. 38). El síndico deberá respetar en el ejercicio de sus funciones la ley del Estado miembro en cuyo territorio pretenda actuar (art. 18.3).

Para asegurar el papel predominante del procedimiento principal, se ofrecen al síndico de éste diversas posibilidades de intervención en los procedimientos secundarios simultáneos. Así, puede solicitar la apertura de un procedimiento de esta índole, como ya se ha expresado (art. 29); proponer en estos procedimientos un plan de saneamiento o convenio (art. 34); o solicitar en ellos el aplazamiento de la liquidación de la masa (art. 33).

Para que el síndico pueda tener expedito en otro Estado miembro el ejercicio pleno y sin trabas de sus facultades es necesario que pruebe su nombramiento en el procedimiento principal. A tal efecto se establece que su nombramiento se probará simplemente con una certificación expedida por el órgano judicial

competente; puede exigirse su traducción en una de las lenguas oficiales del Estado miembro en cuyo territorio pretenda actuar, pero se prohíbe la exigencia de cualquier otra legalización o formalidad análoga (art. 19).

El síndico podrá solicitar que se publique en todo Estado miembro, con arreglo a las modalidades de publicación previstas en dicho Estado, el contenido esencial de la resolución por la que se inicie el procedimiento concursal, así como su nombramiento, debiéndose especificar el síndico designado y si se trata de un procedimiento principal o de uno secundario (art. 21). Y puede pedir también la inscripción de la resolución judicial por la que se inicie el procedimiento principal en el Registro de la propiedad, en el mercantil o en cualquier otro Registro público que se lleve en los demás Estados miembros (art. 22). Los gastos ocasionados por estas publicaciones se considerarán gastos del procedimiento (art. 23). Ha de advertirse, sin embargo, que el reconocimiento del procedimiento en los demás Estados miembros no se condiciona en modo alguno a la realización de estas publicaciones. Sin embargo, la ejecución o no de las medidas de publicidad contempladas por el art. 21 puede tener significativos efectos sobre determinadas personas afectadas por el procedimiento concursal. En efecto, puesto que quien ejecute en un Estado miembro una prestación en favor de un deudor sometido a un procedimiento concursal abierto en otro Estado miembro, cuando debería haberlo hecho en favor del síndico de este procedimiento, quedará liberado si ignoraba la apertura del procedimiento, presumiéndose *iuris tantum* que quien haya ejecutado la prestación antes de la adopción de las medidas previstas *ex art. 21* ignoraba la apertura del procedimiento (art. 24).

El procedimiento concursal principal y los eventuales procedimientos secundarios sólo podrán contribuir a una liquidación eficaz de la masa activa si los diversos procedimientos en curso están debidamente coordinados. A este respecto se impone a los síndicos un deber recíproco de información y de colaboración. En el primer sentido, deberá comunicarse sin demora toda información que pueda resultar útil para el otro procedimiento, en especial el estado de la presentación y verificación de los créditos y las medidas destinadas a poner término al procedimiento (art. 31.1). En el segundo, y particularmente, el síndico del procedimiento secundario deberá permitir con la suficiente antelación al síndico del procedimiento principal que presente propuestas relativas a la liquidación o a cualquier otra utilización de la masa activa del procedimiento secundario (art. 31.3). Asimismo, si la liquidación de activos del procedimiento secundario permitiere satisfacer todos los créditos admitidos en este procedimiento, el síndico remitirá de inmediato el excedente del activo al síndico del procedimiento principal (art. 35).

Los síndicos presentarán en los otros procedimientos incoados los créditos ya presentados en el procedimiento para el que se les haya nombrado, siempre que resulte de utilidad para los acreedores cuyos intereses representen (art. 32.2), y estarán habilitados para participar en otro procedimiento en las mismas condiciones que cualquier acreedor, en particular formando parte de la junta de acreedores (art. 32.3).

### **De los acreedores**

Cualquier acreedor, incluidos las autoridades fiscales y los organismos de la seguridad social, que tenga su domicilio en un Estado miembro distinto de aquel en el que se haya abierto un procedimiento concursal, principal o secundario, tendrá derecho a presentar sus créditos por escrito en el procedimiento de que se trate (arts. 32 y 39). A estos efectos, el acreedor enviará al órgano jurisdiccional competente una copia de los justificantes del crédito que obren en su poder, sin necesidad alguna de traducción (salvo el titular “Presentación de crédito”, que encabezará el justificante en una de las lenguas oficiales del Estado en que se haya abierto el procedimiento —art. 42.2—), indicando su naturaleza, la fecha de su nacimiento, su importe, si reivindica un carácter privilegiado, una garantía real o una reserva de dominio, y la individualización de los bienes a que se refiere la garantía invocada (art. 41).

Paralelamente, iniciado un procedimiento concursal en un Estado miembro, el órgano jurisdiccional competente o el síndico designado informará sin demora a los acreedores conocidos que tengan su domicilio en los demás Estados miembros. Esta información se efectuará mediante el envío individualizado de una nota (redactada en una de las lenguas oficiales del Estado en que se haya abierto el procedimiento, excepto el titular redactado en todas las lenguas oficiales de la Unión Europea “Convocatoria para la presentación de créditos. Plazos aplicables”, que encabezará el impreso) en la que, en especial, deberá aludir a los plazos que habrán de respetarse, a las sanciones previstas en relación con dichos plazos, al órgano competente para recibir la presentación de los créditos y a otras medidas prescritas, así como, en su caso, las condiciones del derecho de abstención (art. 40.2).

Finalmente, y con respecto a este apartado, dos normas merecen resaltarse: de una parte, que, si tras la apertura de un procedimiento principal, un acreedor obtuviere por cualquier medio un pago total o parcial de su crédito sobre los bienes del deudor sitos en el territorio de otro Estado miembro, deberá restituir al síndico lo que haya obtenido, salvo que se trate de medidas concernientes a bienes gravados con derechos reales o con reserva de dominio (art. 20.1). Y, para garantizar la igualdad de trato de los acreedores, se establece que el acreedor que hubiere obtenido en un procedimiento concursal, principal o secunda-

rio, un dividendo sobre su crédito, sólo participará en el reparto abierto en otro procedimiento cuando los acreedores del mismo rango hayan obtenido en ese procedimiento un dividendo equivalente (art. 20.2).

No es fácil efectuar un pronóstico sobre la culminación de esta iniciativa. Lo que con seguridad cabe aventurar es que queda por delante un largo y difícil camino hasta que finalmente se adopte por el Consejo de la Unión un Reglamento regulador de una materia tan delicada como es la relativa a procedimientos concursales.

*José M<sup>a</sup> Viguera Rubio*  
*Catedrático de Derecho Mercantil*

## **2. LA MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO DE PLANES Y FONDOS DE PENSIONES POR EL REAL DECRETO 1589/1999**

1. Los años 1997, 1998 y 1999 han sido pródigos en modificaciones de la normativa básica de los Planes y Fondos de Pensiones, integrada por la Ley 8/1987, de 8 de junio, de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones (en adelante, LPFP) y por el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por el Real Decreto 1307/1998, de 30 de septiembre (en adelante, RFPF). Tales modificaciones han tenido su origen tanto en nuestro Derecho positivo como en nuestra Jurisprudencia. Así, la LPFP fue modificada por la Ley 66/1997, por la Ley 50/1998 y por la Sentencia del Tribunal Constitucional 206/1997, de 27 de noviembre (ver nuestra noticia en esta RDBB 69/1998, pág. 285 y ss.); mientras que el RFPF ha sido modificado por el Real Decreto 1351/1998 (ver nuestra noticia en esta RDBB 72/1999, pág. 1209 y ss.), por el Real Decreto 2281/1998 y por el Real Decreto 215/1999, así como por la Sentencia del Tribunal Constitucional 66/1998, de 18 de marzo y por la Sentencia de la Sala Tercera del Tribunal Supremo de 3 de marzo de 1999 (ver nuestra noticia en esta RDBB 74/1999, pág. 252 y ss.).

2. La sucesión de modificaciones del RFPF se detiene, hasta el momento, en el Real Decreto 1589/1999, de 15 de octubre, “por el que se modifica el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por el Real Decreto 1307/1988, de 30 de septiembre” (BOE nº 256 del martes, 26 de octubre de 1999). Este Real Decreto 1589/1999, del que damos noticia, se compone de un artículo único, que contiene las modificaciones sustanciales del RFPF; una disposición adicional única, relativa a las hipótesis económico-financieras y demográficas de los Planes de Pensiones; una disposición transitoria única, que establece un plazo general de doce meses para la adaptación de los Planes de

Pensiones vigentes a las modificaciones introducidas y un plazo especial de diez años para adaptar los Planes de Pensiones basados en la capitalización colectiva a las nuevas exigencias de la capitalización individual; una disposición derogatoria única que afecta a parte de la Orden de 21 de julio de 1990; y tres disposiciones finales, relativas a cuestiones de competencia, de desarrollo y de entrada en vigor.

3. Las importantes modificaciones que el Real Decreto 1589/1999 introduce en el RFPF afectan a dos aspectos fundamentales: por un lado, al régimen financiero de los Planes de Pensiones y, por otro, a los Planes de Pensiones del sistema de empleo de promoción conjunta.

4. En cuanto se refiere al régimen financiero de los Planes de Pensiones, las modificaciones afectan a los cuatro elementos fundamentales que se suceden, en un orden lógico, en dicho régimen, a saber, a las aportaciones, a los derechos consolidados, a las contingencias y a las prestaciones. En efecto:

a) El régimen de las aportaciones resulta modificado con la nueva redacción que se da al art. 13 del RFPF permitiendo que el límite general de aportaciones anuales máximas de una persona física a uno o varios Planes de Pensiones —establecido en 1.100.000 pesetas— pueda verse rebasado en dos circunstancias: primero, en los casos previstos en el art. 10 ter (introducido por el Real Decreto 215/1999) y, segundo, cuando el partícipe supere la edad de 52 años, a partir de la cual podrá producirse un incremento adicional anual conforme a la escala que figura en el apartado nº 2 del propio art. 13 del RFPF hasta duplicar el límite final llegando a los 2.200.000 pesetas desde los 65 años en adelante. Cabe añadir las nuevas previsiones reglamentarias sobre el cómputo individual de los límites máximos establecidos (art. 13.3); la retirada de los excesos de aportaciones realizados por encima del límite normal o adicional aplicable (art. 13.4); la posibilidad de que las personas jubiladas realicen aportaciones para la contingencia de fallecimiento (art. 16.2); y la posible reanudación de aportaciones por el beneficiario en determinados supuestos (art. 16.4).

b) También resulta afectado esencialmente el régimen de cuantificación de los derechos consolidados por la modificación del art. 8.2 del RFPF para permitir, únicamente, la utilización de sistemas financieros y actuariales de capitalización individual, eliminando la colectiva anteriormente permitida. Procede resaltar que se concede un plazo de 10 años para la adaptación a este sistema único de capitalización individual por parte de los Planes que vinieran utilizando la capitalización colectiva (Disposición Transitoria Única nº 2).

c) La descripción reglamentaria de las contingencias se modifica con la nueva redacción que se da al apartado nº 1 del art. 16 del RFPF, desarrollando, en especial, la definición de la situación asimilable a la jubilación así como la

posibilidad de obtener una prestación equivalente a la jubilación cuando no sea posible el acceso de un partícipe a la contingencia de jubilación en sentido estricto.

d) Por último, el régimen de las prestaciones resulta afectado tanto por la previsión de cobro de una prestación equivalente a la de jubilación y su eventual incompatibilidad (art. 16.3 del RFPF) como por el desarrollo de las formas de cobro y reconocimiento del derecho a las prestaciones que se establecen con la adición de un nuevo art. 16 bis al RFPF.

5. Decíamos que las modificaciones del RFPF por el Real Decreto 1589/1999 afectaban, en segundo lugar, a los Planes de Pensiones del sistema de empleo de promoción conjunta. En este sentido, se añade un Capítulo X al RFPF (arts. 74 a 79) desarrollando las previsiones contenidas al respecto en el art. 4.1.a) de la LPFP en la redacción dada por la Ley 30/1995. En dicho Capítulo se establecen normas específicas para cada una de las dos categorías de Planes de Pensiones de promoción conjunta así como disposiciones comunes a ambas. En efecto:

a) Las normas específicas sobre los Planes de Pensiones del sistema de empleo promovidos por empresas de un mismo grupo se contienen en el nuevo art. 74 del RFPF. En él, tras definir el grupo de empresas por referencia a la unidad de decisión y, en particular, al art. 42 del Código de Comercio, se establece un principio de unidad conforme al cual todos los compromisos por pensiones de las empresas de un mismo grupo deberán instrumentarse en un único Plan de Pensiones de promoción conjunta en cuya constitución deberán concurrir todas las sociedades mercantiles constituidas conforme a la legislación española y con domicilio social en territorio nacional o que tengan compromisos por pensiones con su personal activo para la contingencia de jubilación. Este principio de integración obligatoria admite excepciones en el caso de pertenencia al grupo de entidades financieras que puedan mantener fondos internos conforme a la disposición transitoria 14ª de la Ley 30/1995 y admite también la incorporación facultativa de empresas extranjeras u otras entidades que formen parte del grupo o sean constituidas por empresas del mismo. Asimismo, el principio de unidad también puede verse exceptuado por la coexistencia de dos o más Planes de Pensiones en los casos previstos en el art. 74.5 del RFPF.

b) Las normas específicas sobre los Planes de Pensiones promovidos conjuntamente por empresas con menos de 250 trabajadores se contiene en el art. 75 del RFPF que exige el concurso inicial de, al menos, dos empresas de este tipo en la formalización del Plan de Pensiones de promoción conjunta, admitiendo incorporaciones posteriores por empresas con menos de 250 trabajadores así como la permanencia de empresas incorporadas que alcancen o superen el límite de 250 trabajadores. Destaca asimismo la exigencia de que las

revisiones actuariales de este tipo de Planes se individualicen para cada empresa.

c) Las normas comunes de estos Planes de promoción conjunta afectan a los siguientes aspectos:

— A su modalidad, que deberá ser de aportación definida para la contingencia de jubilación y podrá ser de prestación definida para las de fallecimiento e invalidez cuando estén totalmente garantizadas por contratos de seguro (art. 76.1).

— A su documentación, puesto que, a las especificaciones del Plan, deberán adjuntarse tantos anexos como empresas incorporadas y a su base técnica se acompañarán igualmente tantos anexos como empresas promotoras (art. 76.2).

— A su constitución que seguirá el procedimiento establecido en el art. 9 de la LPFP y en el art. 23 del RFPF, con las particularidades que establece el art. 76.3 del RFPF que se refieren, esencialmente, a la constitución, composición y actuación de una única Comisión promotora.

— A las incorporaciones y separaciones de empresas promotoras que deberán comunicarse a la DGS en los diez días siguientes a los acuerdos o efectos correspondientes (art. 76.4). En particular, se regulan los casos en los que puede producirse la separación de una empresa y los efectos de dicha separación, en concreto, el traslado de los partícipes y beneficiarios correspondientes a la empresa afectada y de sus derechos a otro Plan de Pensiones del sistema de empleo promovido por aquella empresa o por la resultante de operaciones societarias. Destaca que la separación no dará lugar a descuento o penalización alguna sobre los derechos económicos de los partícipes y beneficiarios afectados (art. 78).

— A la composición y funcionamiento de sus Comisiones de Control que se regirán por lo establecido, con carácter general, en el art. 7 de la LPFP y en el art. 22 del RFPF, con las particularidades previstas en el art. 77 del mismo RFPF que contemplan dos posibilidades: la actuación mediante un sistema de representación conjunta con colegios electorales únicos y la actuación mediante un sistema de representación separada con la constitución por cada empresa de dos colegios electorales, uno de partícipes y otro de beneficiarios.

— Por último, a su terminación, que se deberá a las causas establecidas con carácter general en el art. 5.4 de la LPFP, con especialidades en lo relativo a los procesos de integración de sus partícipes, beneficiarios, y los respectivos derechos económicos en otro Plan o Planes de Pensiones (art. 79).

*Alberto Javier Tapia Hermida*

### 3. CIRCULAR DE LA CNMV SOBRE TRANSPARENCIA EN LAS OPERACIONES EN LOS MERCADOS DE VALORES

El art. 13 de la Ley del Mercado de Valores señala que “velar por la transparencia de los mercados de valores” es una de las funciones atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Esa función se reitera en el art. 43 al habilitar a la CNMV para determinar *dentro de los límites que reglamentariamente se establezcan*, la información de carácter público que será obligatorio difundir de las operaciones de mercado” dentro de su ámbito de supervisión. A partir de este último precepto, la CNMV ha aprobado la Circular 3/99, de 22 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones en los Mercados Oficiales de Valores (BOE de 1 de octubre de 1999, siendo el día siguiente el de su entrada en vigor).

Estamos pues ante la disposición que concreta la facultad de determinar la información pública de obligada difusión acerca de operaciones concertadas en los mercados, pero sin que se haya llevado a efecto la delimitación reglamentaria de tal facultad que preveía el art. 43 LMV. Desde el punto de vista de lo que debiera ser un correcto desarrollo de la LMV, pudiera pensarse que la Circular 3/99 nos sitúa ante una cierta precipitación en la actuación reguladora de la CNMV. Más aún cuando el preámbulo de la misma advierte que “en tanto se acomete el desarrollo reglamentario del artículo 43, resulta imprescindible determinar la información mínima...”. Esa necesidad de la adopción de la norma que nos ocupa parece tener una justificación en el interés de la CNMV por tutelar al inversor y asegurar la correcta formación de los precios en los mercados, funciones ambas que con igual acomodo en el art. 13 LMV se encomiendan a la CNMV. Puede atisbarse en la atención hacia esas funciones una justificación a la iniciativa de la CNMV al considerar que la información cuya difusión se exige supondrá un factor de igualdad para los inversores, contribuirá “de manera significativa” a la correcta formación de los precios y a una adecuada toma de decisiones de inversión (v. el párrafo tercero del preámbulo de la Circular 3/1999).

La Circular lleva a cabo una minuciosa delimitación de los elementos informativos exigibles para las distintas clases de operaciones susceptibles de concertarse en los mercados sometidos a su control. Son los órganos rectores de los distintos mercados afectados (Sociedades Rectoras de Bolsas de Valores y Mercados Oficiales de Futuros y Opciones y de AIAF) los principales obligados a la difusión de la información a través de sus boletines o de “los sistemas técnicos adecuados”.

*Juan Sánchez-Calero Guilarte*

#### 4. REGULACIÓN DE LA FIRMA DIGITAL

En el número anterior de esta Revista nos referíamos al desarrollo de proyectos legislativos de regulación de la denominada “firma digital” o “firma electrónica”. De forma acelerada, y con carácter pionero (sólo precedida en Europa por Alemania, y en el mundo por Singapur y por los estados de California, Minnesota, Missouri e Illinois, aparte de las directrices dictadas por la Asociación de Abogados de Estados Unidos, la guía publicada por la Cámara de Comercio Internacional y el proyecto de régimen uniforme aprobado por la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional), anticipándose incluso a la propia Directiva Europea, se ha publicado el *Real Decreto-Ley 14/1999, de 17 de septiembre, sobre firma electrónica*, que fue convalidado, según *Resolución de 21 de octubre de 1999, del Congreso de los Diputados, por la que se ordena la publicación del acuerdo de convalidación del Real Decreto-Ley 14/1999, de 17 de septiembre, sobre firma electrónica, [actualmente, se tramita como Proyecto de Ley 121/000188 (publicado en el BOCG de 29 de octubre de 1999)]*.

Apenas existen cambios en el texto definitivo de la norma legal con respecto del Anteproyecto sobre el cual dimos cumplida cuenta en la noticia publicada en esta Revista. Sólo cabe destacar que se ha añadido un párrafo 3 al artículo 16, en virtud del cual la Secretaría General de Comunicaciones debe colaborar con la Agencia de Protección de Datos en el curso de su actuación inspectora de los prestadores de servicios de certificación, informando a la Agencia de la contravención de lo dispuesto en el artículo 11.c) del Real Decreto-Ley (obligación de “no almacenar ni copiar los datos de creación de firma de la persona a la que hayan prestado sus servicios, salvo que ésta lo solicite”). Asimismo, ha sido incorporada al texto una disposición adicional única, titulada “Posibilidad de emisión por las entidades públicas de radiodifusión de una Comunidad Autónoma en el territorio de otras con las que aquélla tenga espacios radioeléctricos colindantes”.

Como ha manifestado el Profesor ILLESCAS en un reciente artículo (“La firma electrónica y el Real Decreto-Ley 14/1999, de 17 de septiembre”, *Revista Derecho de los Negocios*, núm. 109, octubre 1999, pág. 1 y ss.), “la firma electrónica (en adelante FE) constituye probablemente el elemento conceptual objetivo del comercio electrónico (en adelante CE) dotado de mayor importancia desde una perspectiva jurídica (...) una norma legal sobre FE es hoy día imprescindible y si, además de nacional, la norma es internacional, mejor”.

Queda pendiente, pues, la adopción de la Directiva europea, que permitirá avanzar en el desarrollo del comercio electrónico, al facilitar la seguridad jurídica sobre los instrumentos en los que se debe fundar.

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*

## **5. LA CIRCULAR 4/1999 DE LA CNMV EN RELACIÓN CON LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO**

La Circular 4/1999, de 22 de septiembre, dictada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y publicada en el BOE de 16 de octubre de 1999, sirve para precisar ciertos aspectos formales relativos a la autorización o modificación de entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras. Por tanto, se recoge en la disposición el desarrollo de detalle de determinadas cuestiones reguladas en la OMEH de 17 de junio de 1999, la cual contiene, por su parte, la concreción reglamentaria de algunas de las disposiciones de la Ley 1/1999, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras.

En el preámbulo de la disposición objeto de comentario se indica que la OMEH antes aludida faculta a la CNMV para dictar las normas procedimentales necesarias en materia de autorización de nuevas entidades de capital-riesgo o gestoras y de modificación en los estatutos o reglamentos de gestión de tales instituciones. En el ejercicio de tales potestades, la CNMV aprueba a través de la presente Circular las reglas conforme a las que deberán tramitarse las solicitudes indicadas.

La Norma primera precisa, en relación a la constitución de las entidades de referencia y sus gestoras, los requisitos generales relativos al lugar y forma de presentación de los documentos necesarios. Según lo que en ella se dispone, tales documentos deberán presentarse ante la CNMV que, previa verificación de la concurrencia de los requisitos normativamente exigidos, los remitirá al MEH acompañando el correspondiente informe y la propuesta de autorización. La operativa procedimental descrita constituye una manifestación del llamado “principio de ventanilla única”, que ha venido aplicándose en disposiciones normativas recientes referidas a otros sectores (el de la inversión colectiva, por ejemplo). Una vez concedida la autorización por el MEH, deberá procederse a la constitución de la entidad mediante escritura pública y a su inscripción en el Registro Mercantil y en el Registro Administrativo correspondiente de la CNMV. Por último cabe indicar que la CNMV queda facultada, según lo estipulado en esta Norma Primera, para exigir la entrega de la documentación correspondiente en soporte magnético y para recabar cuanta información adicional considere necesaria.

La Norma Segunda enumera y describe los documentos que se deben presentar en los casos de solicitud de autorización de entidades de capital-riesgo (Fondos o Sociedades). Tal documentación se integrará por la solicitud, una memoria explicativa (suficientemente descriptiva de los objetivos y la viabilidad financiera de la entidad cuya creación se proyecta), un borrador de

folleto informativo (que debe contener información suficiente para permitir al inversor formarse un juicio razonado sobre la inversión que se le propone), un proyecto de estatutos sociales o de reglamento de gestión, el historial profesional de los miembros del consejo de administración y directivos cuando la entidad cuya constitución se proyecte sea una sociedad de capital-riesgo y un cuestionario sobre las condiciones de honorabilidad de estos administradores y directivos.

La Norma Tercera enumera los documentos que deben presentarse para la tramitación de autorizaciones de Sociedades Gestoras de entidades de capital-riesgo. La documentación consistirá, en este caso, en una solicitud de autorización, la memoria explicativa (de configuración semejante a la anteriormente aludida), un proyecto de estatutos sociales, el historial profesional de administradores y directivos y un cuestionario sobre la honorabilidad de estas personas.

Por lo que respecta a la documentación necesaria para la autorización de modificaciones en los estatutos y reglamentos de gestión de estas entidades, la Norma Cuarta dispone que deberán presentarse, a tales efectos, la solicitud correspondiente, una memoria explicativa de la modificación y el proyecto reformado de estatutos o de reglamento de gestión.

La Circular objeto de comentario incluye una serie de anexos en los que se describen pormenorizadamente los contenidos y características de los diferentes documentos que han quedado relacionados.

*Víctor Cervera-Mercadillo.*

## **6. APROBACIÓN DEL REGLAMENTO SOBRE LA INSTRUMENTACIÓN DE LOS COMPROMISOS POR PENSIONES DE LAS EMPRESAS CON LOS TRABAJADORES Y BENEFICIARIOS POR EL REAL DECRETO 1588/1999**

1. Con el objeto de dar cumplimiento al artículo 8 de la Directiva 80/987/CEE, relativa a la protección de los trabajadores asalariados en caso de insolvencia del empresario, la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados (en adelante, LOSSP) estableció la obligatoria instrumentación de los compromisos empresariales por pensiones mediante Planes de Pensiones o seguros colectivos de vida (ver nuestro trabajo sobre “La exteriorización de los compromisos empresariales por pensiones en España a través de Planes de Pensiones y Seguros Colectivos de Vida”, en

*V Congreso Iberoamericano de Derecho de Seguros, Ponencia y Comunicaciones*, Tomo 2, Madrid, 1997, pág. 617 y ss.). El sistema legal establecido por la LOSSP tiene dos componentes:

a) Por un lado, el sistema permanente de instrumentación de los nuevos compromisos mediante Planes de Pensiones o contratos de seguro. Está contenido en la disposición adicional 1ª de la Ley 8/1987, de 8 de junio, reguladora de los Planes y Fondos de Pensiones (en adelante, LPFP), parcialmente modificada por la disposición adicional 1ª de la Ley 50/1998.

b) Por otro lado, el sistema transitorio de adaptación de los compromisos ya asumidos por las empresas con sus trabajadores a las nuevas exigencias legales en un proceso que se ha dado en llamar de “exteriorización”, puesto que implica una salida de los elementos patrimoniales afectos al cumplimiento de aquellos compromisos desde el patrimonio del empresario al del Fondo de Pensiones en el que esté integrado el Plan de Pensiones correspondiente (en forma de aportaciones) o al de la entidad aseguradora que garantice aquellos compromisos mediante un contrato de seguro (en forma de primas). Este régimen está contenido en las disposiciones transitorias 14ª, 15ª y 16ª de la LOSSP, debiéndose tener en cuenta las modificaciones que introdujo el art. 120 de la Ley 66/1997 (ver nuestra noticia en esta RDBB 69/1998, pág. 285 y ss.) y la disposición adicional 13ª de la Ley 50/1998 que retrasó el plazo de adaptación hasta el 1 de enero del año 2001.

El panorama normativo descrito debe completarse con la Directiva 98/49/CE, del Consejo, de 29 de junio, relativa a la protección de los derechos a pensión complementaria de los trabajadores por cuenta ajena y los trabajadores por cuenta propia que se desplazan dentro de la Comunidad (ver al respecto, FERRI, E. y PRETO, A., “Il quadro giuridico comunitario per le pensioni complementari”, en *Assicurazioni*, 1999, I, pág. 281 y ss.).

2. Tanto las disposiciones citadas de la LPFP como las de la LOSSP están plagadas de previsiones de ulteriores desarrollos reglamentarios que vienen ahora colmadas —con un notable retraso— por el Real Decreto 1588/1999, de 15 de octubre, “por el que se aprueba el Reglamento sobre la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios” (BOE nº 257, del miércoles 27 octubre de 1999). Este Real Decreto 1588/1999 se compone de un artículo único, por el que se aprueba el Reglamento citado; una disposición derogatoria única; y cuatro disposiciones finales sobre carácter básico de la normativa, las facultades de ejecución y desarrollo de la misma, la autorización excepcional de plazos para el trasvase de fondos de los planes de reequilibrio y su entrada en vigor que se produjo el 16 de noviembre de 1999.

3. Antes de analizar el contenido del Reglamento sobre la instrumentación, conviene llamar la atención sobre la importancia económica del proceso permanente de instrumentación de los compromisos empresariales por pensiones y del proceso transitorio de exteriorización de los mismos; importancia que resulta de la mera consideración de algunas magnitudes fundamentales: así, la cifra estimada de los compromisos empresariales por pensiones es de 6.833 miles de millones de pesetas afectando a 2.179.852 trabajadores y la tasa de cobertura sobre el total de los trabajadores respecto de la contingencia de jubilación alcanza únicamente a un 17,1%. De lo anterior cabe deducir que los distintos tipos de instrumentos de los compromisos empresariales por pensiones deberán adaptarse a los nuevos requisitos legales y reglamentarios y que existe un amplio margen de desarrollo potencial de estos instrumentos.

4. El Capítulo I del Reglamento delimita el ámbito de aplicación de la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas mediante un proceso que puede descomponerse lógicamente en dos fases:

a) En primer lugar, se describen los compromisos por pensiones como las obligaciones legales o contractuales de una empresa con su personal, recogidas en Convenio Colectivo o disposición equivalente y que tengan por objeto otorgar prestaciones en forma de capital, de renta o mixtas cuando se produzcan las contingencias de jubilación o situación asimilable, invalidez en sus distintos grados y muerte (art. 7). Estos compromisos son, por lo tanto, relaciones jurídicas que tienen en sus extremos a las empresas, categoría que se delimita de manera amplia y funcional por referencia a las personas físicas o jurídicas, nacionales o extranjeras, públicas o privadas y a las entidades carentes de personalidad jurídica que puedan asumir con sus trabajadores compromisos por pensiones (art. 5); y a los trabajadores o personal afectado, categoría que se delimita de manera igualmente amplia y funcional por referencia tanto al personal activo (incluido el que esté en excedencia, suspensión o extinción de contrato en determinados casos) como al personal pasivo, esto es, a los jubilados y beneficiarios (art. 6).

b) En segundo lugar, se establecen los principios generales de los mecanismos de instrumentación de aquellos compromisos señalando la necesidad de que dicha instrumentación se realice mediante contratos de seguro o Planes de Pensiones (art. 1) en los que deberán recogerse todos los elementos determinantes de aquellos compromisos y cuya formalización circunscribirá las obligaciones de las empresas a las asumidas en aquellos seguros o Planes (art. 3.1). El rasgo jurídico esencial y común a los dos instrumentos señalados consiste en la separación de los recursos afectos al cumplimiento de los compromisos del patrimonio de la empresa obligada, excluyéndose expresamente los fondos internos (art. 3.3) salvo para determinadas entidades financieras (art. 2.2). Estos

deberes de instrumentación se refuerzan estableciendo la responsabilidad administrativa laboral de la empresa incumplidora (art. 3.2) y la necesidad de adaptar la instrumentación de los compromisos asumidos al régimen legal y reglamentario antes del 1 de enero del año 2001 (art. 2).

5. El Capítulo II (arts. 8 a 25) del Reglamento contiene el “*régimen transitorio de la adaptación de los compromisos por pensiones mediante planes de pensiones*”, delimitando, en primer lugar, el ámbito objetivo y subjetivo del mismo. Así, se establecen los derechos y obligaciones que pueden integrarse en un Plan de Pensiones acogido al régimen transitorio (art. 10) por referencia a los derechos por servicios pasados y a las obligaciones contraídas con jubilados o beneficiarios; así como las empresas y el personal de las mismas que puede acogerse a este régimen transitorio (arts. 8 y 9). El instrumento técnico de este régimen transitorio es el plan de reequilibrio que se define como “*el acuerdo alcanzado, al amparo de este régimen transitorio, por la comisión promotora del plan de pensiones o la comisión de control, según corresponda, en virtud del cual dentro del plan de pensiones se integren derechos por servicios pasados correspondientes a compromisos por pensiones para el personal activo y, en su caso, las obligaciones ante jubilados y beneficiarios*” (art. 11.1). Por ello, este régimen transitorio gira en torno a dicho plan de reequilibrio señalando las condiciones mínimas que debe cumplir en cuanto a las condiciones generales para la financiación de los derechos por servicios pasados y de las obligaciones ante jubilados y beneficiarios (art. 12), a la transferencia de fondos constituidos (art. 13), a la amortización del déficit (art. 14), al régimen de los derechos por servicios pasados (art. 15), a la modificación del propio plan de reequilibrio (art. 16), etc.; la valoración de los derechos por servicios pasados y de las obligaciones ante jubilados y beneficiarios (arts. 18 a 21); y la supervisión administrativa por parte de la Dirección General de Seguros que verificará los planes de reequilibrio con carácter general y aprobará aquellos que presenten determinadas características especiales (arts. 22 a 25).

6. El Capítulo III contiene el “*régimen de los contratos de seguro que puede instrumentar compromisos por pensiones*”. Lo primero que debemos destacar es que este Capítulo III, a diferencia del Capítulo II, no contiene únicamente disposiciones de carácter transitorio sino también de carácter permanente. Ello es así porque, a diferencia de lo que ocurre con los Planes de Pensiones que instrumentan compromisos empresariales por pensiones, que no requieren adaptación sustancial del régimen general previsto en la LPFP, los contratos de seguro aptos para instrumentar compromisos por pensiones deben someterse a un régimen especial que adapte las normas sobre seguros colectivos de vida contenidas en la Ley de Contrato de Seguro a las especiales necesidades de estos instrumentos de exteriorización. Esta diferencia entre el simple alcance transitorio de las normas sobre instrumentación a través de Planes de Pensiones

y el doble alcance sustancial y transitorio de las normas sobre instrumentación mediante contratos de seguro ya se puso de manifiesto en la disposición adicional primera de la LPFP según redacción de la LOSSP de 1995. Según decimos, las normas del Capítulo III tienen un doble alcance:

a) Las comprendidas en la Sección 1ª (arts. 26 a 34) tienen carácter permanente y completan las previsiones de desarrollo reglamentario expresamente contenidas en la disposición adicional primera de la LPFP señalando los requisitos especiales que deben reunir este tipo de seguros colectivos de vida en los aspectos relativos a sus elementos personales; a su contenido, con especial atención a los derechos de rescate, reducción, participación en beneficios, etc.; a su documentación; a su régimen financiero y actuarial y a la información que debe suministrar la entidad aseguradora a los asegurados y beneficiarios.

b) La Sección 2ª (arts. 35 a 37) contiene las disposiciones sobre la “*adaptación transitoria de los contratos de seguros*”; estableciendo un plazo de adaptación de los celebrados antes de la entrada en vigor del Reglamento hasta el 1 de enero del año 2001 y previendo un instrumento técnico, análogo al plan de reequilibrio, cual es el plan de financiación de la prima única que represente el coste del compromiso correspondiente a beneficiarios por prestaciones causadas con anterioridad a la formalización del contrato o el coste del compromiso devengado antes de este momento correspondientes a trabajadores en activo.

7. El Capítulo IV (arts. 38 a 41) cierra el Reglamento regulando el “*régimen excepcional de las entidades de crédito, entidades aseguradoras y de las sociedades y agencias de valores*”. Aquí se desarrollan y precisan las previsiones contenidas en la disposición transitoria 14ª de la LOSSP. En síntesis, se exime de la obligación de exteriorizar a los compromisos por pensiones asumidos con anterioridad al 10 de mayo de 1996 por las entidades financieras señaladas permitiendo, en consecuencia, que sigan instrumentados mediante fondos internos y aquellas empresas financieras conserven la titularidad de los recursos afectos al cumplimiento de tales compromisos. Conviene recordar que la razón de este régimen excepcional se encuentra en el intenso control que sobre la solvencia de estos tres tipos de empresas financieras ejercitan, respectivamente, el Banco de España, la Dirección General de Seguros y la CNMV; control intenso que redundará, a la postre, en la reducción del riesgo de insolvencia empresarial que se encuentra en la raíz de la Directiva 80/987/CEE que motivó, básicamente, el régimen de instrumentación y exteriorización de compromisos empresariales por pensiones articulado en la LOSSP de 1995. Este Capítulo IV del Reglamento establece su ámbito de aplicación por referencia a los compromisos asumidos por las entidades financieras con anterioridad al 10 de mayo de 1996, las condiciones que deben cumplir las mismas para acogerse a este régi-

men excepcional (que empiezan por solicitar la autorización del MEH antes del 1 de enero del año 2001) y el régimen de autorización y supervisión administrativa sobre el funcionamiento de los fondos internos; supervisión que se encomienda, sustancialmente, al Banco de España, a la Dirección General de Seguros o a la CNMV, según el tipo de entidad financiera de que se trate.

*Alberto Javier Tapia Hermida*

## **7. NORMA TÉCNICA DE AUDITORÍA SOBRE EL “EFECTO 2000”**

Se ha publicado en el Boletín Oficial del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC), de junio de 1999 (número 38), la *Resolución de 17 de junio de 1999, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, por la que se publica la Norma Técnica de Auditoría sobre el “efecto 2000”* (en adelante, “la Resolución”).

En un número anterior de esta Revista, tuvimos ocasión de informar acerca de la publicación en el BOE, de fecha 28 de julio de 1998, de la *Resolución de 20 de julio de 1998, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, sobre la información a incorporar en las cuentas anuales relativa al “efecto 2000”* (ver RDBB 71, julio-septiembre 1998, pp. 921-922), dictada en ejecución de la actuación encomendada por el Gobierno al ICAC, en virtud del *Acuerdo del Consejo de Ministros de 12 de junio de 1998 sobre medidas de valoración del “efecto 2000”*, para relacionar los contenidos de información mínima que deben aportar las empresas en la memoria de las cuentas anuales de 1998 y 1999, en relación con las medidas adoptadas para evitar el denominado “efecto 2000”.

La Resolución a la que nos referimos es el resultado del período de información pública a la que se sometió durante seis meses el proyecto de Norma técnica que las organizaciones profesionales de auditores presentaron al ICAC y que fue objeto de la Resolución de 24 de julio de 1998 (publicada en el BOICAC número 34, de julio de 1998).

Abre la *Norma Técnica de Auditoría sobre el “efecto 2000”* una introducción sobre los problemas que pueden aparecer como consecuencia de la entrada del año 2000 en los sistemas y procesos informáticos, y acerca de la necesidad de establecer recomendaciones específicas sobre el “efecto 2000” que alerte a los auditores y administradores en relación con su responsabilidad en la formulación y verificación de las cuentas anuales.

La inquietud se centra en el efecto que los fallos informáticos pueden desplegar sobre la información financiera de las sociedades. Así pues, la Norma

tiene por objeto la orientación a los auditores sobre los procedimientos y pruebas de auditoría para obtener la evidencia suficiente sobre la información que a este respecto debe figurar en las cuentas anuales, y su reflejo en el correspondiente informe de auditoría. Ello no obstante, se establecen pautas, pero no se añaden nuevos procedimientos ni tampoco criterios.

La Norma insta a los auditores a que, con carácter preliminar, evalúen el eventual impacto que los posibles fallos derivados del “efecto 2000” puedan tener sobre la actividad de la empresa auditada, ya que no todos los sectores económicos presentan idénticas fragilidades. Para ello, y formando parte también del ámbito de responsabilidad de los auditores, éstos deben formular a los administradores consultas para un mejor entendimiento de la influencia que el “efecto 2000” tenga en las cuentas anuales y de los controles que pueden ser necesarios.

Todo lo anterior debe ser tomado en consideración por el auditor al preparar su informe, ya que la falta de información (derivada, por ejemplo, de los proveedores informáticos) puede generar incertidumbres significativas, llegándose incluso al extremo de que la valoración del impacto del “efecto 2000” pueda poner en cuestión la aplicabilidad del principio de empresa en funcionamiento.

En conclusión, la Resolución evidencia el impacto económico que el “efecto 2000” puede tener sobre la actividad empresarial, y las responsabilidades que ello puede generar en el ámbito de la información societaria reflejada en las cuentas anuales.

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*

## **8. MODIFICACIÓN PARCIAL DE LA REGULACIÓN DE LAS OPAS**

Por medio del Real Decreto 1676/1999, de 29 de octubre (BOE de 30 de octubre de 1999) se ha producido la modificación de determinados apartados de los artículos 3 y 33 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

En el Preámbulo de la disposición reseñada se señala la pretensión de proceder a eliminar ciertos “costes regulatorios” advertidos en algunas previsiones del Real Decreto 1197/1991 a partir de la experiencia adquirida en su aplicación.

Las modificaciones se refieren, en primer lugar, a los porcentajes del capital que deparan la obligatoria formulación de una OPA en los supuestos con-

templados por el art. 3.1.c), que se ocupa de las denominadas “ofertas sobrevenidas”. Se trata de aquellas OPAs cuya formulación resulta determinada por la toma de control de una sociedad o entidad a través de la que se controla una participación en el capital de una sociedad cotizada (sobre el alcance del artículo 3, v. su comentario por ZURITA, “Artículo 3” en AA.VV., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición* [dir. Sánchez Calero, F.], T. I, Madrid, 1993, p. 75 y ss.). Como explica el preámbulo del Real Decreto, la reforma en este punto ha consistido en equiparar los umbrales de participación a considerar en este caso a los fijados dentro del apartado b) del mismo art. 3.1 para el supuesto de fusión.

Por lo que se refiere a la segunda de las modificaciones y que afecta al art. 33 en sus párrafos d) y e), tiene por objeto el régimen de las ofertas competidoras. Es notorio que la regulación modificada conllevaba un régimen particularmente severo para quien tuviera interés por formular ofertas destinadas a combatir una previa OPA. Principalmente, el cambio se traduce en la autorización al autor de una oferta competidora para que pueda ofrecer cualquiera de las contraprestaciones contempladas en el art. 10 del mismo Real Decreto 1197/1991. Se autoriza el ofrecimiento de una contraprestación consistente en la permuta por otros valores o una contraprestación mixta (sobre el régimen de las ofertas competidoras, v., SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Artículos 31 a 36” en AA.VV., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición* [dir. Sánchez Calero, F.], T. II, Madrid, 1993, p. 585 y ss. y bibliografía allí citada).

El Real Decreto 1676/1999 entró en vigor el mismo día 30 de octubre, fecha de su publicación en el BOE.

*Jaime Baillo Morales-Arce*

---

# **BIBLIOGRAFÍA**

---

## DERECHO BANCARIO

### — OBRAS GENERALES

ASHAUER, G., *Das deutsche Kreditwesen*, Stuttgart (1998), 164 pp.

WEISGERBER/BAUR, *Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz und das Richtlinienumsetzungsgesetz. Erläuterungen - Gesetzestexte - Materialien. Leitfaden zum Insiderrecht*, Colonia (1998), 587 pp.

### — EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BANCARIA EN OTROS PAÍSES

PISULINSKI, J., “Das neue polnische Gesetz über das Bankrecht” en WM nº 27 (1999), p. 1353.

### — NORMATIVA DE LA CEE EN MATERIA BANCARIA

BÜSCHGEN, H.E., “Der Euro als neue Umfeldbedingung für die Finanzmarktakteure - Neuer Rechtsrahmen, Systemintegration und Marktimplikationen” en WM nº 19 (1999), p. 929.

COMISIÓN EUROPEA, “Questões da liberdade de prestação de serviços e interes geral na Segunda Directiva Bancária” en Revista da Banca nº 44 (1997), p. 51.

CONLLEDO LANTERO, F., “Las reformas legislativas que la Unión Económica y Monetaria exige para nuestro sistema financiero” en Noticias de la Unión Europea nº 175/176 (1999), p. 35.

CHIAPPETTA, F., “Brevi note in tema di interventi sullo statuto sociale a seguito dell’entrata in vigore del Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria” en Rivista delle Società, fasc. 1º (1999), p. 72.

GSTALTMEYR, M., *Bewehrung von EG-Richtlinien. Sanktionssysteme bei fehlender oder fehlerhafter Umsetzung durch die Mitgliedstaaten*, Munich (1998), 298 pp.

HABERSACK, M., *Europäisches Gesellschaftsrecht*, Munich (1999), 317 pp.

HADDING/HOPT/SCHIMANSKY, *Einführung des Euro in der Bank- und Unternehmenspraxis. Bankdienstleistungen im Internet. Bankrechtstag 1997*, Berlín (1998), 205 pp.

HARMS, J.E., “Fallsammlung Bilanzrecht. HGB mit KonTraG, EuroEG, HRefG, AktG, PublG”, *Neue Wirtschafts-Briefe* (1999), 264 pp.

KOHLER, CH., “Interrogations sur les sources du droit international privé européen après le traité d’Amsterdam” en *Revue Critique de Droit International Privé* n° 1 (1999), p. 1.

KRAHNEN/RUDOLPH, *Globale Finanzmärkte und europäische Währungsunion*, Frankfurt (1998), 212 pp.

LEIBLE, ST., “Bilanzpublizität und Effektivität des Gemeinschaftsrechts” en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n° 5 (1998), p. 594.

LEROUGE, J.-F., “La libre prestation des services bancaires virtuels” en *Journal des Tribunaux. Droit Européen* n° 59 (1999), p. 111.

LOUIS, J.-V., “El nuevo Derecho monetario en la Unión Europea” en *Noticias de la Unión Europea* n° 175/176 (1999), p. 7.

OUTIN/SIMON, “Pour une société privée européenne” en *Actualité du Droit des Sociétés* n° 3 (1999), p. 337.

PAGOULATOS, G., “European Banking: Five Modes of Governance” en *West European Politics* n° 1 (1999), p. 68.

PEERS, ST., “Constitutional Principles and International Trade” en *European Law Review* n° 2 (1999), p. 185.

REISENHUBER, K., “Fernabsatz von Finanzdienstleistungen im europäischen Schuldvertragsrecht - Zum Richtlinienvorschlag der Kommission vom 14.10.1998” en *WM* n° 29 (1999), p. 1441.

SCIARRONE ALIBRANDI, A., “La direttiva comunitaria n. 98/26 concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli” en *Banca Borsa Titoli di Credito* n° 3 (1999), p. 373.

TOBES PORTILLO/TORIBIO RAMOS, “La armonización de la fiscalidad del ahorro en Europa” en *Información Comercial Española* n° 777 (1999), p. 87.

TOMASEVIC, D.M., “Le passage à l’euro et le droit de la concurrence” en *Revue du Marché Unique Européen* nº 4 (1998), p. 95.

WEYERS, H.-L., *Europäisches Vertragsrecht. Arbeiten zur Rechtsvergleichung, Band 182*, Baden-Baden (1997), 153 pp.

— **ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO**

DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “La sustitución de la pesetas por el Euro y su repercusión sobre el Derecho de sociedades” en *Noticias de la Unión Europea* nº 175/176 (1999), p. 59.

FRÜH, H.-G., *Die Rolle der Banken in der Corporate Governance*, Berna (1999), 356 pp.

GARCÍA DÍEZ/MARTÍNEZ ARIAS, “Implicaciones contables de la adaptación del Euro” en *Noticias de la Unión Europea* nº 175/176 (1999), p. 83.

GEHDE, B., *Eigenkapitalersetzende Gesellschafterleistungen in Deutschland und den USA. Zugleich ein Beitrag zur marktconformen Schutzkonzeption des Eigenkapitalersatzrechts*, Berlín (1997), 482 pp.

— **ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA**

EGGLI, A.M., “Aufsichtsrechtliche Fragen im Zusammenhang mit dem Zusammenschluss von Bank und Versicherung”, Zurich (1999), 62 pp.

HEYMANN, E., “Die neuere Rechtsprechung zur Bankenhaftung bei Immobilienkapitalanlagen” en *NJW* nº 22 (1999), p. 1577.

LISI, P., “I flussi informativi tra ente di internal auditing degli organi di vigilanza dopo le recenti innovazioni della disciplina della corporate governance” en *Revista Assicurazioni*, fasc. 2 (1999), p. 199.

PRIEGO, F.J., “La ejecución de la política monetaria por el Sistema Europeo de Bancos Centrales” en *Noticias de la Unión Europea* nº 175/176 (1999), p. 95.

RODE/MOSER, “Die neuen Baseler Eigenkapitalanforderungen” en *ZfK* nº 14 (1999), p. 720.

SARMIENTO ACOSTA, M.J., “El euro y el Banco de España: apostillas sobre algunos cambios” en *Noticias de la Unión Europea* nº 175/176 (1999), p. 121.

SCOGNAMIGLIO, G., “Sulla segnalazione a sofferenza nella Centrale dei Rischi della Banca d’Italia” en *Banca Borsa Titoli di Credito* nº 3, parte 1ª, (1999), p. 303.

— **RESPONSABILIDAD DEL BANCO (DE LA BANCA)**

EVERS/REIFNER, “The social responsibility of credit institutions in the EU. Access, regulation and new products”, Baden-Baden (1998), 447 pp.

— **SECRETO BANCARIO (INFORMACIONES DE LA BANCA)**

BERTI/GRABER, *Das Schweizerische Geldwäschereigesetz. Gesetzesausgabe mit englischer Übersetzung und Anmerkungen*, Zurich (1999), 235 pp.

DIONYSOPOULOU, A., *Der Tatbestand der Geldwäsche. Eine Analyse der dogmatischen Grundlagen des Paragraphs 261 StGB*, Frankfurt (1999), 196 pp.

— **BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)**

ABEL, K., *Globalisierung der internationalen Finanzmärkte unter besonderer Berücksichtigung des Börsenwesens*, Göttingen (1998), 243 pp.

CAPRIGLIONE, F., “L’accesso alla giustizia dei consumatori di servizi finanziari nella normativa del d.lgs. n. 58 del 1998 (testo unico della finanza)” en *Banca Borsa Titoli di Credito* n° 3, parte 1ª (1999), p. 281.

— **CONTRATOS BANCARIOS**

BYDLINSKI, P., “Bemerkungen zum Regierungsentwurf eines Überweisungsgesetzes Pflichten - Bankhaftung - Grenzen vertraglicher Abweichung” en *WM* n° 21 (1999), p. 1046.

CABANAS TREJO/VESTWEBER, “Das neue spanische Gesetz Über Allgemeine Geschäftsbedingungen” en *Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft* n° 4 (1998), p. 454.

FISCHER, A.K., “Das neue Gesetz über Allgemeine Geschäftsbedingungen in Spanien und die Umsetzung der EU-Richtlinie für missbräuchliche Klauseln in Verbraucherverträgen” en *Recht der Internationalen Wirtschaft* n° 9 (1998), p. 689.

HÄUSER, F., “Zur Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Überweisungen 97/5/EG in deutsches Recht” en *WM* n° 21 (1999), p. 1037.

HERDEGEN, M., “Das deutsche Einlagensicherungs- und Entschädigungsgesetz aus europarechtlicher Perspektive” en *WM* n° 31 (1999), p. 1541.

KLAMT/KOCH, “Das neue Überweisungsrecht - Reigierungsentwurf eines Überweisungsgesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 95/5/EG vom 27.1.1997 über grenzüberschreitende Überweisungen” en DB nº 18 (1999), p. 943.

NICOLL, CH., “Should Computers be Trusted? Hearsay and Authentication with Special Reference to Electronic Commerce” en *The Journal of Business Law* (julio 1999), p. 332.

SIEBERT, L.M., *Das Direktbankgeschäft*, Baden-Baden (1998), 193 pp.

STECKLER, B., “Current Legal Aspects of Electronic Commerce Regarding German Contract Law” en *European Intellectual Property Review* nº 5 (1999), p. 248.

TROCHÜ, M., “Protection des consommateurs en matière de contrats à distance: directive No. 97-7 CE du 20 mai 1997” en *Recueil Dalloz* nº 17 (1999), p. 179.

#### — CUENTA CORRIENTE

FARINA,V., “La determinazione giudiziale del credito ‘bancario’ in conto corrente” en *Banca Borsa Titoli di Credito* nº 3, parte 1ª (1999), p. 340.

#### — PRÉSTAMO

INZITARI, B., “Il mutuo con riguardo al tasso ‘soglia’ della disciplina antiusura e al divieto dell’anatocismo” en *Banca Borsa Titoli di Credito* nº 3, parte 1ª (1999), p. 257.

#### — GARANTÍAS EN LA ACTIVIDAD BANCARIA

CARIELLO, V., “Questioni di diritto processuale e sostanziale in tema di contratti autonomi di garanzia” en *Banca Borsa Titoli di Credito* nº 3, parte 2ª (1999), p. 272.

DÍAZ FRAILE, J.M., “La inclusión de los préstamos hipotecarios en el Proyecto de Directiva sobre contratación de servicios financieros a distancia (‘La hipoteca electrónica’)” en *Boletín del Colegio de Registradores de España* nº 49 (1999), p. 1714.

FRIED, J., “Die weiche Patronatserklärungen”, Berlín (1998), 274 pp.

RAMÓN CHORNET, J.C., “La hipoteca en moneda extranjera y el principio comunitario de libre circulación de capitales: la Sentencia TJCE de 16 de

marzo de 1999” en Boletín del Colegio de Registradores de España nº 49 (1999), p. 1689.

TONNER, M., “Die Haftung vermögens- und einkommensloser Bürgen in der neueren Rechtsprechung” en ZIP nº 22 (1999), p. 901.

— **DEPÓSITOS BANCARIOS**

MILETZKI, R., “Die neuen Depotprüfungsbestimmungen und die Bekanntmachung zum Depotgeschäft” en WM nº 29 (1999), p. 1451.

— **OTROS SERVICIOS BANCARIOS. TARJETA DE CRÉDITO**

EHMANN/HADDING, “EG-Überweisungs-Richtlinie und Umsetzung” en WM nº 25 (1999).

— **CONTRATO DE LEASING**

VIVES MARTÍNEZ, Gemma, “A propósito del contrato de ‘leasing’ y las cláusulas abusivas” en Actualidad Civil nº 27 (5 al 11 de julio de 1999), p. 783.

## **DERECHO BURSÁTIL**

— **EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES Y EN LA CEE**

BLAUROCK, U., *Grenzen des Wettbewerbs auf deregulierten Märkten. Tagungsband*, Baden-Baden (1999), 99 pp.

KIWITZ, Th., “Der neue Markt der Frankfurter Wertpapierbörse” en DStR nº 28 (1999), p. 1162.

LENENBACH, M., “Reform des US-amerikanischen Kapitalanlegerechts” en WM nº 28 (1999), p. 1393.

METTIER, S., “Offenlegung von Beteiligungen im Börsengesetz. Melde- und Veröffentlichungspflicht von Aktionär und Gesellschaft”, Zurich (1999), 244 pp.

MÖLLERS, Th.M.J., “Das neue Werberecht der Wertpapierfirmen: Paragraph 36 b WpHG” en ZBB nº 3 (1999), p. 134.

PETITPIERRE-SAUVAIN, A., “La loi fédérale suisse sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières: premières expériences (1997-1998)” en Rivista delle Società, fasc. 2<sup>o</sup>-3<sup>o</sup> (1999), p. 487.

PLÜCK/SCHMUTZLER/KÜHN, *Kapitalmarktrecht - Gesetzliche Regelungen und Haftungsrisiken für Finanzdienstleister*, Wiesbaden (1998), 273 pp.

#### — OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL

FORTUNATO, S., “Doveri e poteri del collegio sindacale nelle società quotate” en Rivista del Diritto Commerciale nº 1-4 (1999), p. 33.

HOPPMANN, C., “Europäische Börsenaufsicht” en EWS nº 6 (1999), p. 204.

SCHRÖDER, M., *Die Wertpapierhandelsaufsicht nach dem Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz*, Frankfurt (1998), 276 pp.

#### — RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN DE LOS MERCADOS

BAUMS, TH., “Il sistema di ‘corporate governance’ in Germania ed i suoi recenti sviluppi” en Rivista delle Società, fasc. 1<sup>o</sup> (1999), p. 1.

GUYON, Y., “La ‘corporate governance’ en droit français” en Rivista delle Società, fasc. 1<sup>o</sup> (1999), p. 20.

HOPT, K.J., “Zum Begriff des geregelten Marktes nach der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie —am Beispiel von Eurex—” en AA.VV., *Festschrift für Herbert Schimansky*, Colonia (1999), pp. 631-633.

WYMEERSCH, E., “Le débat belge relatif au ‘Corporate Governance’” en Rivista delle Società, fasc. 2<sup>o</sup>-3<sup>o</sup> (1999), p. 305.

#### — ADMISIÓN A COTIZACIÓN

EHLERS, H., *Der Börsengang von Mittelstandsunternehmen. Eine Einführung mit Modellfall*, Munich (1999), 184 pp.

KLEINMANN, N.J., *Die Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität nach Paragraph 15 WpHG. Sternenfels*, (1998), 278 pp.

RÖDL, B., *Going public. Der Gang mittelständischer Unternehmen an die Börse*, Frankfurt (1999), 395 pp.

SERFLING/PAPE/KRESSIN, “Emissionspreisfindung und Underpricing im Rahmen des Börsengangs junger Wachstumsunternehmen” en Die Aktiengesellschaft nº 7 (1999), p. 289.

WAGNER, G., “Bundesliga Going Public: Traumpass oder Eigentor?” en NZG nº 11 (1999), p. 469.

— **CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL**

COHEN, P.D., “Securities Trading Via the Internet” en The Journal of Business Law (julio 1999), p. 299.

DE SANTILLÁN FRAILE, R., “El nuevo contrato de repo como pieza esencial de los mercados financieros en la tercera fase de la U.M.E.: Análisis Jurídico” en Noticias de la Unión Europea nº 175/176 (1999), p. 105.

EBBING, F., “Zur Schiedsfähigkeit von Börsengeschäften und Börsentermingeschäften” en WM nº 25 (1999), p. 1264.

KONDOROSY, K.M., “Die Prospekthaftung im internationalen Privatrecht. Unter Berücksichtigung des US-amerikanischen, englischen und deutschen Rechts”, Zurich (1999), 315 pp.

SCHÄFER/MÜLLER, *Haftung für fehlerhafte Wertpapierdienstleistungen. Anlageberatung, Vermögensverwaltung, Börsentermingeschäfte*, Colonia (1999), 378 pp.

THEISSEN, E., *Organisationsformen des Wertpapierhandels. Gesamtkursermittlung, kontinuierliche Auktion und Market-Maker-System*, Wiesbaden (1998), 398 pp.

— **OPERACIONES A PLAZO**

DORNSEIFER, H., *Börsentermingeschäfte und Börsentermingeschäftsfähigkeit. Zur börsengesetzlichen Behandlung von finanzwirtschaftlichen Festgeschäften, Options- und Optionsscheingeschäften*, Frankfurt (1999), 231 pp.

— **OPAS**

FREI, St., “Übernahmeregelung im Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG). Unter Einbezug der Ausführungsbestimmungen”, Berna (1999), 51 pp.

HÜPER, CH., *Unternehmenskauf in Russland. Der Kauf von Unternehmensanteilen, Unternehmen und sonstigem Staatsvermögen im russischen Zivil- und Privatisierungsrecht*, Viena/Berlín (1998), 279 pp.

JANSEN, St., *Mergers & acquisitions. Unternehmensakquisitionen und -kooperationen. Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung*, Wiesbaden (1998), 242 pp.

KALSS, S., “Das neue Übernahmegesetz als Teil des Kapitalmarktrechts in Österreich” en NZG nº 10 (1999), p. 421.

— “La nuova disciplina dell’opa: il commento dell’Assonime. Circolare Assonime n. 13/1999” en Rivista delle Società, fasc. 1º (1999), p. 33.

MUNSCHECK, K., *Die Übernahmeregelung - eine Alternative zum Schutz von Minderheitsaktionären abhängiger Aktiengesellschaften?*, Frankfurt (1999), 301 pp.

SCHMID, T., “Öffentliche Übernahmeangebote in Italien” en Die Aktiengesellschaft nº 9 (1999), p. 402.

STEDING, R., “Das Take-over und Strategien zur Abwehr im Aktienrecht” en Jura nº 4 (1999), p. 181.

#### — RÉGIMEN DE LOS INSIDER

LOESCHE/EICHNER/STUTE, “Die Berechnung von Erheblichkeitsgrenzen in der Insiderhandelsverboten des WpHG” en Die Aktiengesellschaft nº 7 (1999), p. 308.

NÖTH, M., *Informationsaggregation und Insidererkennung in Finanzmärkten*, Wiesbaden (1998), 317 pp.

## TÍTULOS VALORES

#### — VALORES MOBILIARIOS

##### *Acciones*

BAUMS/THEISSEN, “Banken, bankeigene Kapitalanlagengesellschaften und Aktienemissionen” en ZBB nº 3 (1999), p. 125.

MILDE-BÜTTCHER, M., “Mehrstimmrechte bei Kapitalerhöhungen aus AG-Gesellschaftsmitteln - Opfer der heissen Nadel des Gesetzgebers?” en BB nº 21 (1999), p. 1073.

PORFIRIO CARPIO, L.J., “Acciones privilegiadas y acciones sin voto tras las Leyes 37 y 50 de 1998” en Derecho de los Negocios nº 106-107 (1999), p. 1.

SIEBEL/GEBAUER, “Interimsdividende” en Die Aktien-Gesellschaft nº 9 (1999), p. 385.

SPOLIDORO, M.S., “Capitale sociale, valore nominale delle azioni e delle quote e transizione all’euro” en Rivista delle Società, fasc. 2º-3º (1999), p. 348.

STEINHAUER, C., “Der Börsenpreis als Bewertungsgrundlage für den Abfindungsanspruch von Aktionären” en Die AktienGesellschaft nº 7 (1999), p. 299.

*Obligaciones*

STINGONE, C., “Il pagamento a mezzo di assegni circolari” en Banca Borsa Titoli di Credito nº 3, parte 2ª (1999), p. 300.

— TÍTULOS CAMBIARIOS

HEFERMEHL, W., *Wechselgesetz und Scheckgesetz. Mit Nebengesetzen und einer Einführung in das Wertpapierrecht*, 21ª edición, Munich (1997), 929 pp.

MARTÍNEZ MACHUCA, Pablo, *La protección de los socios externos en los grupos de sociedades*, Publicaciones de Real Colegio de España, Bolonia, 1999, 374 págs.

El libro objeto de la presente reseña se corresponde substancialmente con la tesis doctoral defendida por MARTÍNEZ MACHUCA en la Universidad de Sevilla en 1998. Dos años antes el autor había adquirido el grado de Doctor por la Universidad de Bolonia con una tesis sobre la responsabilidad de los administradores en los grupos de sociedades. Este trabajo continuaba la investigación iniciada en 1993 en materia de responsabilidad de los administradores de las sociedades anónimas y que se materializó en la defensa de una tesina de licenciatura en diciembre de 1994.

Encontramos en la presente obra dos partes bien diferenciadas. En la primera de ellas, formada por la introducción y los tres primeros capítulos, se aborda la distinción del grupo de sociedades frente a otras formas de concentración de sociedades y el régimen jurídico de los grupos. La segunda parte, que comprende los capítulos cuarto a séptimo, se dedican al estudio de la protección de los socios externos.

1. Se sirve el autor de la introducción para, a través del tratamiento de una serie de cuestiones preliminares, centrar al lector en la problemática de los grupos. De este modo, los primeros párrafos de la obra se dedican a los grupos como fenómeno económico. En el mundo económico contemporáneo la mayoría de las sociedades, cuando su estructura apunta hacia unas dimensiones exorbitantes, tienden a sufrir un proceso de descentralización organizativa. La sociedad, al objeto de resultar más competitiva, opta por dividirse en unidades operativas menores de modo que cada una de las sociedades que componen el grupo tenga como objeto social una fase diferente del proceso productivo. Tradicionalmente la constitución del grupo obedece a motivos financieros, de producción o de distribución. A través del grupo se trata de potenciar el desarrollo económico de las sociedades que se integran en él y ello hace que la relación existente entre los aspectos económicos y los aspectos jurídicos del grupo sea necesariamente estrecha.

Tras constatar cómo los grupos constituyen la forma de concentración de sociedades más utilizada (debido especialmente a su flexibilidad estructural y a

la posibilidad que tienen las sociedades del grupo de poder contar con la financiación de otras sociedades del mismo grupo), se diferencia este fenómeno de otras formas de concentración económica o empresarial como el cártel o sindicato, el trust, las uniones temporales de empresas, las agrupaciones de interés económico, el joint venture y la fusión de sociedades.

En cuanto a los motivos a los que obedece la creación de un grupo de sociedades se subrayan especialmente dos: la intención de todos los sujetos que se unen de incrementar su potencial económico, y el ánimo favorable a la eliminación de la competencia en el mercado entre las sociedades que se agrupan. Al hilo de este tema se insiste (como en general se hará a lo largo de toda la obra) en los dos rasgos más característicos del grupo, la independencia jurídica de las sociedades que lo integran y la dirección económica unitaria. La independencia jurídica, se afirma, hace que las sociedades del grupo, en principio, solo respondan de las obligaciones y deudas que cada una de ellas haya asumido y favorece la administración y la gestión de las sociedades que integran el grupo, ya que no es necesario establecer unos órganos propios para éste. La dirección económica unitaria que ejerce la sociedad matriz, por su parte, refuerza el potencial económico del grupo y de cada una de las sociedades que lo forman, aunque también favorece la realización de operaciones que pueden perjudicar a alguna de las sociedades del grupo.

Seguidamente se exponen las dos vías que se han seguido a la hora de regular el fenómeno de los grupos de sociedades, así mientras en países como Alemania, Brasil y Portugal se ha optado por establecer un régimen especial y particularizado en el que se regula el fenómeno de los grupos en su conjunto, en otros países como España, Francia o Italia se ha optado por una regulación sectorial, es decir, se ha mantenido como referencia el Derecho que regula las sociedades mercantiles capitalistas, introduciéndose, en normas de aplicación general o en leyes especiales, modificaciones menores que solo han resuelto algunas cuestiones relativas a los grupos de sociedades. De esta manera, los problemas no regulados se rigen por las normas propias del Derecho de sociedades. Mención aparte se hace al Derecho comunitario y a la situación existente en el Derecho anglosajón. En las últimas páginas de la introducción se estudia el problema de los grupos contractuales y los grupos de hecho y su regulación en los distintos Ordenamientos y en el Derecho comunitario.

2. El capítulo primero, titulado «El grupo de sociedades. Concepto y tipología», comienza adentrándose en las nociones de relación de control o dominio e influencia dominante y estableciendo las diferencias con el concepto de grupo. La relación de control y el grupo de sociedades son dos fenómenos diferentes. En opinión del autor la dirección unitaria es lo que permite hablar de grupo de sociedades, no basta con la simple relación de dominio o control, no es suficiente el poder ejercer una influencia dominante, es necesario que ésta se

ejerza efectivamente. El grupo implica una estructura jurídica concreta, integrada por sociedades jurídicamente independientes cuya autonomía económica resulta limitada por el ejercicio de la dirección unitaria.

A continuación se establecen los rasgos característicos del grupo de sociedades, analizándose especialmente la unidad de decisión o dirección unitaria que ejerce la sociedad matriz. La dirección unitaria supone la efectiva sumisión de las sociedades controladas a las directrices de la sociedad matriz del grupo, a la política económica que ésta diseña. Por ello, se puede hablar de dirección unitaria y de grupo de sociedades cuando los administradores de las sociedades controladas actúen en función de la instrucciones impartidas por los administradores de la sociedad matriz. En definitiva, lo esencial para defender la existencia de varias sociedades sometidas a un poder de dirección común es el hecho de que los administradores de las sociedades dependientes no las puedan dirigir de acuerdo a unos postulados propios completamente independientes del resto del grupo, ya que, a partir de la constitución de éste, cada una de las sociedades que lo integran pierde cierta autonomía económica. No obstante, subraya el autor, la subordinación no es absoluta ya que los administradores de las sociedades dependientes deben, en todo caso, perseguir el interés de la sociedad que gestionan. De este modo la dirección unitaria encontraría un importante límite en los intereses propios de cada una de la sociedades que integran el grupo.

El epígrafe tercero de este primer capítulo está dedicado a la clasificación y estudio de los distintos tipos de grupos de sociedades, distinguiéndose entre grupos contractuales y grupos constituidos sin previo contrato; grupos por subordinación y grupos por coordinación o paritarios; grupos centralizados y grupos descentralizados; y, finalmente, grupos constituidos por sociedades capitalistas, grupos constituidos por sociedades personalistas y grupos mixtos. Concluye el autor este capítulo proponiendo un concepto de grupo de sociedades, en su opinión el «grupo» podría ser definido como un conjunto de sociedades independientes jurídicamente pero sometidas al poder de dirección de una de ellas.

3. El capítulo segundo de la obra lleva por título «los grupos en el Ordenamiento jurídico español»; en él, tras una premisa donde se destaca la existencia de una normativa inadecuada y en muchos casos sectorial en la mayor parte de los Ordenamientos europeos, se aborda el tema de la normativa aplicable a los grupos de sociedades en nuestro país y se ofrece una exposición del proceso legislativo en España en materia de grupos de sociedades en el ámbito mercantil. Se repasan en este epígrafe, por tanto, las distintas normas a través de las cuales se ha tratado de regular el fenómeno de los grupos en nuestro Ordenamiento. El análisis de la legislación conduce a afirmar la existencia de un concepto uniforme de grupo de sociedades en materia de fondos y planes de pen-

siones, mercado de valores, contabilidad mercantil, entidades aseguradoras y sociedades mercantiles.

Al concepto de grupo de sociedades en el Derecho español se dedica el tercero de los epígrafes del capítulo segundo. Para el autor los conceptos de grupo de los arts. 42 CCom., 87 LSA y 4 LMV no sólo no presentan importantes diferencias sino que, por el contrario, son conceptos prácticamente idénticos. En el Derecho español no tenemos un concepto unitario de grupo de sociedades y el concepto que ha de servir como punto de referencia, en el ámbito del derecho mercantil, ha de ser el contenido en el art. 42 CCom. que define el grupo consolidable. Esta norma es la que tiene un ámbito de aplicación más amplio y general, y no restringido a las sociedades de capital (arts. 87 LSA y 41 LSRL) o al mercado de valores (art. 4 LMV).

El capítulo segundo finaliza con el estudio en profundidad de la normativa comunitaria sobre el grupo de sociedades; el autor se detiene en la Propuesta de Estatuto de sociedad europea, en la Directiva 83/349/CEE, de 13 de junio, sobre cuentas consolidadas y, muy especialmente, en el análisis del Proyecto de Novena Directiva CEE relativa a los vínculos entre empresas y, en particular, a los grupos.

4. El tercero de los capítulos del libro nos ofrece un estudio fundamentalmente descriptivo de la regulación que de los grupos de sociedades se ha realizado en algunos Ordenamientos jurídicos extranjeros. Se estudian los Ordenamientos jurídicos alemán, brasileño y portugués dado que son los únicos que cuentan con una normativa específica sobre los grupos de sociedades; el francés e italiano porque en estos Ordenamientos el legislador ha optado, como ha hecho el español, por introducir algunas normas sectoriales en materia de grupos al hilo de los problemas que se han ido planteando; por último, se apuntan las soluciones alcanzadas en esta materia en Estados Unidos, Gran Bretaña e Irlanda del Norte.

5. Con el capítulo cuarto, titulado «El socio externo», se inicia la segunda de las partes dedicada al estudio de la protección de los socios externos. Para formular un concepto de socio externo aplicable en los grupos de sociedades con carácter general se sirve el autor del Anteproyecto de LSA, del Derecho comunitario y de aquellos Ordenamientos como el alemán, portugués o brasileño en los que se ha regulado en profundidad el fenómeno de los grupos de sociedades. El término socio externo se utiliza para hacer referencia sólo a los socios minoritarios de las sociedades dependientes integradas en un grupo y que sometidas al poder de dirección de la sociedad matriz no mantienen ningún tipo de relación con dicha sociedad. Sólo estos socios merecen unas medidas especiales de protección ya que el resto encuentran alguna vía a través de la cual compensar los perjuicios que les podría acarrear la pertenencia de su sociedad dependiente al grupo. A las razones que motivan esa necesidad de proteger

a los socios externos y a los medios para tutelar sus intereses dedica el autor las últimas páginas del capítulo. Primero se ocupa de los medios de tutela en el Anteproyecto de LSA de 30 de mayo de 1979 distinguiendo entre medidas de contenido patrimonial y medidas de carácter no patrimonial, para después afrontar la protección de los socios externos en el Derecho español vigente, protección que, a falta de una normativa específica, deberá lograrse mediante el régimen general del Derecho común societario que tutela los derechos de los socios minoritarios.

6. El capítulo quinto se centra en la protección de los socios externos en la Junta General de socios. En este capítulo se estudian una serie de derechos de los que puede valerse el socio externo al objeto de proteger sus intereses. El primero de estos derechos es el de información, en concreto el autor se detiene en el derecho del socio a examinar los documentos contables del grupo de sociedades, derecho reconocido por el art. 42.6 CCom. y para cuyo ejercicio están legitimados todos los socios de todas las sociedades pertenecientes al grupo, ya lo sean de la sociedad matriz o de las sociedades dependientes. Se trata también en estas páginas el alcance del derecho de información contable y la protección del socio de una sociedad del grupo cuando la sociedad matriz no le facilite la información a que tiene derecho en función del art. 42.6 CCom. Por último, se desarrolla extensamente el derecho de información en el mercado de valores, sector donde la información alcanza, si cabe, mayor relieve.

El segundo de los derechos que se estudian en el capítulo quinto es el derecho de voto, en concreto se afronta el tema de las cláusulas estatutarias que limitan el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista, cláusulas que tienen como finalidad la protección de los socios minoritarios. La vigente LSA, al objeto de que las sociedades matrices no eludan estas limitaciones estatutarias transmitiendo parte de sus acciones a sociedades filiales que actúan por su cuenta, establece que las sociedades que pertenecen al mismo grupo representan un solo sujeto y el número de votos que pueden emitir deben computarse como si vinieran del mismo accionista. El problema es que el art. 105.2 LSA se limita a hacer referencia a las sociedades que pertenecen a un mismo grupo sin precisar cuál es el concepto de grupo que debe tenerse en cuenta para determinar el ámbito de aplicación de la norma. Para el autor habrá de estarse al concepto legal de grupo al que nos remitan los estatutos de la sociedad que haya establecido limitaciones estatutarias al ejercicio del derecho de voto y faltando esta remisión deberá aplicarse el concepto de grupo establecido por el art. 42 CCom. Por otro lado, el autor se muestra contrario a la aplicación de este tipo de cláusulas a los sindicatos de votos (salvo que la sindicación de acciones dé lugar a un grupo) y a favor de la aplicación del art. 105.2 LSA a los grupos compuestos por sociedades comanditarias por acciones y por sociedades de responsabilidad limitada.

A continuación se tratan problemas como el ejercicio del derecho de voto por persona interpuesta, los problemas derivados de la existencia de cláusulas limitativas del derecho de voto en sociedades que cotizan en Bolsa, la necesidad de que la cláusula estatutaria haga referencia expresa a las sociedades pertenecientes al grupo o la conformidad del art. 105.2 LSA con los principios de proporcionalidad entre el valor nominal de las acciones y el derecho de voto y con el de igualdad de todos los socios.

Las páginas 227 a 262 de la obra están dedicadas al análisis en profundidad de los conflictos de intereses en los grupos de sociedades. En opinión del autor, uno de los temas más importantes que se plantean en el estudio de los grupos es el de determinar si se puede reconocer a este tipo de concentración de sociedades un interés propio, distinto del interés social de cada una de las sociedades que lo integran. La sociedad matriz actúa conforme a un interés distinto al de cada una de las sociedades dependientes, actúa en función del interés del grupo, entendido como el interés común de las sociedades que forman parte del grupo. Ahora bien, la sociedad matriz a la hora de ejercer la dirección unitaria del grupo cuenta con un límite, los intereses de las sociedades dependientes. Las sociedades dependientes no deben anteponer el interés del grupo a sus respectivos intereses sociales, de manera que, si en el seno de un grupo existe un conflicto entre el interés del grupo y el de una sociedad dependiente, serán los socios ajenos al conflicto los que adoptarán los acuerdos; esto supondrá un deber de abstención de la sociedad matriz y de las demás sociedades del grupo que estén en conflicto, deber que solo surgirá en los casos previstos por el art. 52 LSRL. A continuación el autor se ocupa de la posible regulación estatutaria del conflicto de intereses, posibilidad que rechaza fuera de los supuestos de conflicto previstos en el art. 52 LSRL. Es precisamente al pormenorizado estudio de estos supuestos del art. 52 LSRL en relación con los grupos de sociedades a lo que se dedican las páginas siguientes.

También se presta atención en la obra a los conflictos indirectos de intereses en los grupos de sociedades, conflictos que se dan cuando la sociedad dependiente es socio de una sociedad cuya junta general se plantea liberar de una obligación o conceder un derecho a la sociedad matriz de aquella. La relación de dependencia supone que si un acto de los previstos en el art. 52 LSRL afecta a una sociedad del grupo todas las demás sociedades pertenecientes al mismo grupo que sean socios de la que realiza el acto se encuentren en conflicto indirecto de intereses. En opinión del autor el art. 52 LSRL no resulta aplicable a los supuestos de conflictos indirectos de intereses. En el último apartado que se dedica al conflicto de intereses se plantea la posibilidad de aplicar el art. 52 LSRL a los conflictos de intereses que surjan en las sociedades anónimas, posibilidad que el autor niega con rotundidad. Asimismo, sostiene que en las sociedades anónimas tampoco cabría una eventual remisión estatutaria al art. 52 LSRL ni el establecimiento en los estatutos de la privación del derecho de voto

en caso de conflicto de intereses, ya que se trataría de pactos contrarios a la Ley y a los principios configuradores de la sociedad anónima.

El largo capítulo quinto termina con el estudio del derecho de impugnación de los acuerdos adoptados por la Junta General, en concreto se detiene el autor en la impugnación por los socios minoritarios de los acuerdos adoptados en la Junta General de una sociedad dependiente que lesionan el interés de una de las sociedades del grupo. En los grupos de sociedades la impugnación de los acuerdos que lesionan el interés de una sociedad del grupo para beneficiar a alguno de sus socios o a terceros permite que los socios externos puedan garantizar la tutela del interés de la sociedad a la que pertenecen cuando entra en conflicto con el interés del grupo o con el de otra sociedad del grupo. En opinión del autor en los grupos de sociedades la impugnación de los acuerdos constituye el instrumento más eficaz para la defensa del interés de las sociedades que lo conforman. La privación del derecho de voto del socio en los casos de conflicto ocupa un segundo plano ya que los supuestos de conflicto de intereses del art. 52 LSRL tienen una aplicación relativa en los grupos de sociedades y no tienen aplicación ninguna si el grupo está formado por sociedades anónimas.

7. «Protección de los socios externos en el órgano de administración» es el título del capítulo sexto. Dicho capítulo se inicia con el estudio del sistema de representación proporcional en relación a los grupos y de la trascendencia de la representación de los socios externos en el consejo de administración de las sociedades dependientes. Destaca el autor cómo los consejeros elegidos por los socios externos siempre van a poder llevar a cabo determinadas actuaciones para proteger el interés de la sociedad dependiente frente al ejercicio abusivo de la dirección unitaria por parte de la sociedad matriz. Por el contrario si los socios externos no están representados en el consejo de administración de la sociedad dependiente los administradores de la sociedad matriz encontrarán menos obstáculos para que las instrucciones impartidas en el ejercicio de la dirección unitaria sean ejecutadas por los administradores de la sociedad dependiente, debiendo los socios externos acudir a otros mecanismos de protección como la impugnación de los acuerdos sociales y el ejercicio de la acción social de responsabilidad. Ahora bien, en los grupos de sociedades el derecho de representación proporcional parece prácticamente inoperante dado que el capital se encuentra en su mayor parte en manos de las sociedades de grupo y, especialmente, en la de la sociedad matriz, disponiendo los socios externos de una cuota de capital muy reducida.

A continuación se estudia el derecho de impugnación de los acuerdos adoptados por el órgano colegiado de administración. Interesa al autor en especial la impugnación de los acuerdos que lesionan el interés social en beneficio de uno o más socios o de terceros, y concretamente, ya en tema de grupos, la impugnación por los socios minoritarios de los acuerdos adoptados por los administra-

dores de una sociedad dependiente —siguiendo las instrucciones del órgano de administración de la sociedad matriz— que lesionan el interés de otra sociedad del grupo. Ya que son los administradores, y no la junta general, los que conducen el funcionamiento de cada sociedad y el de un grupo de sociedades, parece que la impugnación de los acuerdos del órgano de administración constituye el instrumento más adecuado para la protección del interés social en los casos en los que sea lesionado. A pesar ello, en la obra se pone en duda la eficacia de este instrumento porque en las sociedades abiertas de capital disperso será difícil que los socios alcancen el porcentaje de capital exigido; porque la Ley restringe la impugnación a los acuerdos adoptados por los órganos de administración colegiados; y porque para los socios minoritarios no es fácil tener conocimiento de los acuerdos que adopta el órgano de administración de la sociedad, circunstancia que se agrava en los grupos ya que en numerosas ocasiones los administradores de la sociedad dependiente ejecutan directamente las instrucciones que reciben de la sociedad matriz (previo acuerdo de su junta general o de su órgano de administración). El autor se muestra partidario de la configuración de la impugnación de los acuerdos nulos del órgano de administración como un derecho individual del socio ya que si son contrarios a la Ley deberían poder ser impugnados por cualquier persona con interés legítimo igual que sucede con los acuerdos nulos adoptados por la junta general (en cuanto a la impugnación de los acuerdos anulables entiende acertada la exigencia de un 5% del capital social).

En cuanto a la impugnación de los acuerdos sociales como instrumento de protección de los socios externos, para el autor la impugnación de los acuerdos sociales adoptados por la junta general contrarios al interés de una sociedad del grupo puede ser un instrumento eficaz para la protección del interés social de aquélla, porque la legitimación de los socios se regula como un derecho individual no supeditado a la representación de un determinado porcentaje del capital de la sociedad. En cambio, la eficacia del procedimiento para impugnar los acuerdos del órgano de administración dependerá del tipo social de las compañías que forman el grupo. Si está constituido por sociedades anónimas y comanditarias por acciones —que sean sociedades abiertas—, la impugnación de los acuerdos adoptados por el órgano de administración dependerá de las posibilidades que tengan los socios minoritarios de alcanzar el 5% del capital exigido por la Ley. En cambio, si el grupo está formado por sociedades de responsabilidad limitada, el procedimiento de impugnación de los acuerdos del órgano de administración colegiado tendrá mayor aplicación, porque es más sencillo que se cumplan los requisitos establecidos por la Ley (art. 70 LSRL).

El último punto que se aborda en el sexto capítulo es la responsabilidad de los administradores. Tras unas primeras páginas introductorias donde nos sitúa en el régimen legal de responsabilidad de los administradores, afronta el problema de la responsabilidad por los actos que realizan directamente los administra-

dores de la sociedad dependiente advirtiendo de la inexistencia de normas especiales en esta materia por el hecho de que la sociedad esté integrada en un grupo. A continuación se analiza la responsabilidad por los actos que realizan los administradores de la sociedad dependiente y que vienen impuestos por el ejercicio de la dirección unitaria. Explica el autor cómo la sociedad matriz ejerce el poder de dirección del grupo a través de sus administradores, quienes imparten instrucciones a los administradores de las sociedades dependientes, de modo que muchos de los actos que realizan estos últimos vienen impuestos por los administradores de la sociedad matriz, bien porque así lo decide la propia sociedad matriz mediante acuerdo adoptado en junta general, bien porque resultan de acuerdos adoptados por los administradores de dicha sociedad. Ahora bien, si un acto puede perjudicar a una sociedad dependiente, aunque provenga de la sociedad matriz, los administradores de la dependiente deben rechazar su ejecución para evitar los daños que se pueden derivar de ese acto, aunque ello pueda implicar su destitución. Solo de este modo podrán exonerarse de responsabilidades. Y es que la dirección unitaria no significa una absoluta subordinación de los administradores de la sociedad dependiente respecto de la sociedad matriz. En cualquier caso, el ejercicio del poder de dirección no exime a los administradores de la sociedad dependiente de responsabilidad cuando el daño es consecuencia de un acto que aquellos realizaron cumpliendo instrucciones impartidas por la sociedad matriz. Por otro lado, el autor se muestra contrario a que el ejercicio de la dirección unitaria pueda servir de fundamento para extender la responsabilidad de los administradores de la sociedad dependiente a los administradores de la sociedad matriz. De manera que si el daño causado a la sociedad dependiente proviene de un acto impuesto por los administradores de la sociedad matriz, la responsabilidad recaerá sobre los administradores de la sociedad dependiente ya que son éstos quienes han ejecutado el acto dañoso.

Las siguientes páginas de la obra están dedicadas a la responsabilidad de la sociedad matriz en los grupos de sociedades; en ellas se subraya que si bien no es posible exigir la responsabilidad de la sociedad matriz y de sus administradores por vía de las acciones de responsabilidad de los administradores que regula la LSA, sí parece posible ejercer una acción de indemnización por los daños y perjuicios que el ejercicio de la dirección unitaria por la sociedad matriz —y por sus administradores— cause a la sociedad dependiente. Se trataría de un supuesto de responsabilidad extracontractual (art. 1902 CC).

8. Bajo el título «Otros medios de protección de los socios externos» se estudia, en el séptimo y último capítulo del libro, el derecho de separación y la posibilidad de que los estatutos de una sociedad anónima o de responsabilidad limitada puedan, ante el silencio legal, contener medidas patrimoniales para reforzar la protección de los socios externos. En cuanto al derecho de separación, en opinión del autor, no debería haber inconveniente para que los estatutos de una sociedad de responsabilidad limitada dependiente previeran, de acuerdo

con lo establecido por el art. 96 LSRL, la integración de la sociedad en un grupo como causa para ejercer el mencionado derecho. El socio que quiera separarse de la sociedad deberá probar que ésta se ha integrado en un grupo de sociedades. La acreditación de la existencia del grupo podría plantear ciertas dificultades que deberían salvarse presentando el socio copia de las cuentas anuales y del informe de gestión. En cuanto a las sociedades anónimas el autor rechaza la posibilidad de prever como causa estatutaria de separación del accionista la incorporación de la sociedad a un grupo.

9. Concluye la obra que recensionamos con una «Addenda» en la que se insiste en la necesidad de una intervención legislativa en materia de protección de los socios externos. En concreto, en opinión del doctor Martínez Machuca, el legislador debería regular la publicidad del grupo de sociedades de modo que tanto los administradores de la sociedad matriz como los de las sociedades dependientes deberían informar en sus respectivas juntas generales de la constitución del grupo, y ésta debería publicarse en el BORME; se debería regular la legitimidad del interés del grupo de modo que la sociedad matriz pudiera impartir instrucciones a las sociedades dependientes que, respetando la Ley y los estatutos de aquellas, pudieran perjudicarlas, siempre que la sociedad matriz «compensara» adecuadamente dicho perjuicio; se debería regular el derecho de separación con carácter general para los socios externos de sociedades cuyas acciones no cotizan en Bolsas de Valores, dadas las dificultades que entraña en estas sociedades la transmisión de la cuota de participación en el capital social; y, finalmente, sería conveniente una modificación del régimen de responsabilidad de los administradores que regulase de forma expresa la responsabilidad de la sociedad matriz y de sus administradores por los daños causados a las sociedades dependientes en el ejercicio de la dirección unitaria.

El libro *La protección de los socios externos en los grupos de sociedades* representa la primera monografía en esta materia bajo el régimen normativo vigente de Derecho de Sociedades, tras las importantes reformas que se iniciaron en 1989. Martínez Machuca ha sabido combinar los principios tradicionales en materia de grupos (especialmente estudiados en nuestra doctrina por J.F. Duque Domínguez y J.M. Embid Irujo) con la legislación actual, afrontando temas de complicada resolución tanto por la parquedad legislativa cuanto por las escasas aportaciones doctrinales en materia de interés del grupo de sociedades, conflicto de intereses, responsabilidad de los administradores de una sociedad matriz y de los de las sociedades dependientes, etc. A nuestro juicio se trata de una obra de indudable calidad, indispensable para aquellos estudiosos que en el futuro se acerquen a la rica problemática de los grupos de sociedades.

*Javier Gutiérrez Gilsanz*

E.A.S.D.A.Q., *EASDAQ Rule Book*, Bruylant, Bruselas, 1998, 326 pp.

La obra recensada constituye la puesta al día de la recopilación de las normas reguladoras del funcionamiento de la *European Association of Securities Dealers Automated Quotation* (en adelante, “EASDAQ”), también conocido como el “índice EASDAQ”, que fue creado en 1996, a imagen y semejanza del NASDAQ (el índice similar al EASDAQ en Estados Unidos). Esta edición, que incluye la traducción al inglés de los textos oficiales en francés y neerlandés publicados en el Boletín Oficial del Estado belga, ha sido dirigida por Patrick della FAILLE y Dirk P. TIREZ.

Las reformas de las normas reguladoras del EASDAQ (en adelante, “las Reglas”), aprobadas por las autoridades competentes en Bélgica —donde tiene su sede— a finales de 1998, persiguen el establecimiento de directrices claras para los operadores, en un código único de las obligaciones de miembros y emisores, con procedimientos sencillos y de conformidad con criterios de transparencia, seguridad, integridad, negociación en igualdad de condiciones y confianza del inversor.

Las Reglas, desarrolladas en párrafos numerados, se componen de once capítulos y de nueve anexos, si bien en la obra se exponen agrupados en Libros.

El Libro I, de Introducción, consta de una primera parte de definiciones (hasta 54), otra de reglas concernientes a la autoridad de supervisión del mercado (*Market Authority*), que actúa colegiadamente, con deber de secreto profesional, en la organización del EASDAQ y es independiente del órgano de administración de la sociedad EASDAQ, S.A./N.V., y otra de principios generales (ley aplicable, tarifas, exenciones, jurisdicción y ley de las Reglas).

El Libro II se refiere a los emisores y sus instrumentos financieros, agrupando los capítulos 3 (normas de admisión, expuestas con gran detalle) y 4 (obligaciones continuadas para los emisores).

El Libro III está dedicado a los miembros del mercado, regulando el capítulo 5 las reglas que deben respetar los miembros y el capítulo 6 su código de conducta. Los miembros (personas físicas o jurídicas) deben estar dedicados profesionalmente a los servicios de inversión (de acuerdo con la definición aportada por la Directiva 93/22/CEE, del Consejo, de 10 de mayo de 1993,

sobre servicios de inversión) o ser una entidad de crédito, o un Banco Central, y no deben estar incursos en procedimientos concursales o de liquidación, ni perder su capacidad legal para actuar en el ámbito de los servicios de inversión, ni haber sido condenados por delitos económicos, patrimoniales o de falsedad, todas las cuales son causas de expulsión. La lealtad y la diligencia son los ejes centrales del Código de conducta, que enumera minuciosamente las actuaciones que se consideran correctas.

El Libro IV está dedicado al mercado, dividiéndose en el capítulo 7 (sobre las reglas de negociación) y el capítulo 8 (sobre las normas de estabilización).

Los capítulos 9 y 10 constituyen el Libro V (resolución de conflictos), y regulan, respectivamente, el Código de Procedimientos formales y las reglas de arbitraje.

Por su parte, los anexos a las Reglas comprenden las minuciosas orientaciones de carácter práctico para la elaboración de los documentos y la descripción de sus contenidos. El Anexo A se titula “Contenido del folleto (OPV en EASDAQ)”;

el Anexo B, “Contenido del Addendum (OPV dual, con mercados designados en los Estados Unidos)”;

el Anexo C, “Contenido del Addendum (negociación dual, con mercados designados en los Estados Unidos)”;

el Anexo D, “Contenido del Addendum (ampliación de capital y admisión de una nueva clase de instrumento financiero)”;

el Anexo E, “Contenido del Informe Anual”;

el Anexo F, “Contenido del informe cuatrimestral”;

el Anexo G, “El Código de negociación del EASDAQ”;

el Anexo H, “Cualificación y requerimientos de los miembros y de sus representantes”;

y el Anexo I, “Condiciones de estabilización”.

Además, en la edición de la obra que se recensa se adjuntan interesantes anexos, que convierten este volumen en un práctico vademécum. En efecto, se reproducen, íntegramente, la Directiva 93/22/CEE, del Consejo, de 10 de mayo de 1993, sobre servicios de inversión en los mercados de valores; el Real Decreto belga, de 10 de junio de 1996, de creación y organización del EASDAQ; el Real Decreto belga, de 30 de junio de 1996, de reconocimiento del EASDAQ; el Libro V de la Ley belga, de 4 de diciembre de 1990, sobre transacciones y mercados financieros; la Ley belga, de 6 de abril de 1995, sobre mercados secundarios, estatuto legal y supervisión de las sociedades de inversión, intermediarios y asesores de inversión; y los Estatutos sociales de la compañía mercantil EASDAQ, S.A./N.V.

La importancia creciente de las sociedades de sectores innovadores (que implican elevados riesgos de inversión) se traduce en la expansión de mercados tecnológicos similares al EASDAQ, como el *Techmark* inglés, o el *Euro NM*, que agrupa a mercados tecnológicos o “Nuevos Mercados” en Alemania, Francia, Italia, Holanda y Bélgica.

En España, la atención hacia EASDAQ ha crecido de forma significativa, ante la aparición de sociedades españolas, pertenecientes a sectores de nuevas tecnologías, que se han propuesto el paso de *going-public*, tales como Meta4 o Jazztel. Ello se acrecienta ante la irrupción en la Bolsa española de la sociedad Terra Networks, que también cotiza en el NASDAQ. Parece ser que esto ha llevado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores a plantearse una modificación en el Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE), al objeto de establecer un mercado de negociación de los valores de las empresas (incluso PYMES) en crecimiento y pertenecientes a sectores innovadores.

Por todo ello, la obra comentada se trata de una herramienta muy útil y valiosa para estudiosos y profesionales interesados en el funcionamiento de los mercados de valores.

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*

# ÍNDICE GENERAL DEL AÑO 1999

	N.º de Revista	Página
<b>ARTÍCULOS</b>		
<b>1. Aspectos generales</b>		
— Ordenación de los mercados de valores y operaciones de privatización. <i>Javier García de Enterría</i> .....	73	11
— Repercusión de las nuevas tecnologías en la reforma del mercado de valores. <i>Agustín Madrid Parra</i> .....	73	31
— Nueva legislación del mercado de valores (Observaciones preliminares al Anteproyecto de 1985). <i>Aníbal Sánchez Andrés</i> .....	73	67
<b>2. Competencias sobre el Mercado de Valores</b>		
— Competencias estatales y autonómicas sobre el mercado de valores. La Sentencia del Tribunal Constitucional. <i>Jaime Abella Santamaría</i> . . . .	73	85
— El Derecho sancionador en los mercados de valores: la eterna reforma. <i>Mercedes Fuertes</i> ..	73	109
<b>3. Valores Negociables</b>		
— Las participaciones como valores mobiliarios negociables. <i>Victor Cervera-Mercadillo</i> . . . . .	73	131
— Derechos reales limitados y otros gravámenes sobre valores anotados. <i>Eduardo Cortés García</i>	73	163
— Naturaleza jurídica de los valores tabulares. <i>José Luis García-Pita y Lastres</i> .....	74	7

	N.º de Revista	Página
— La representación de valores mediante anotaciones en cuenta en el Derecho español. <i>J. Nicolás Martí Sánchez</i> .....	74	65
— Los “valores negociables” ¿Concepto delimitador del Derecho del mercado de valores? <i>Andrés Recalde Castells</i> .....	74	95
<b>4. Organización de los mercados</b>		
— Los otros mercados secundarios de valores. <i>Emilio Díaz Ruiz</i> .....	75	7
— El servicio de compensación y liquidación de valores, S.A. y sus “funciones normativas”. <i>Francisco González Castilla</i> .....	75	33
— Las bolsas de valores. <i>Ubaldo Nieto Carol</i> ..	75	65
— El segundo mercado de valores. ¿Una reforma pendiente? <i>Reyes Palá Laguna</i> .....	75	93
— La protección del inversor y el fondo de garantía de inversiones. <i>Aníbal Sánchez Andrés</i> .....	75	111
— La nueva orientación europea para los segundos mercados bursátiles. <i>María Candelas Sánchez Miguel</i> .....	75	131
<b>5. Contratos</b>		
— Las relaciones jurídicas de representación de sociedades de valores, de agencias de valores y de otros intermediarios del mercado de valores. <i>José Enrique Cachón Blanco</i> .....	75	157
— Las relaciones de intermediación en la colocación de valores. <i>M.ª Rocío Quintáns Eiras</i> ..	75	197
— El principio de concentración de las operaciones bursátiles: el impacto de la Ley 37/1998 de reforma de la Ley del Mercado de Valores. <i>Carlos Salinas Adelantado</i> .....	76	7
— Los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones: algunos aspectos contractuales. <i>Eduardo M.ª Valpuesta Gastaminza</i> .....	76	39

	N.º de Revista	Página
<b>6. Cuestiones societarias</b>		
— La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del Mercado de Valores. <i>Alejandro Fernández de Araoz Gómez-Acebo</i> .....	76	65
— Responsabilidad administrativa por infracción al régimen de participaciones propias y recíprocas en Sociedades Anónimas. <i>M.ª de la Sierra Flores Doña</i> .....	76	135

## JURISPRUDENCIA

— Actuación errónea de la entidad bancaria y forma de la orden de transferencia. <i>Manuel José Vázquez Pena</i> .....	73	201
— Los títulos-valores como objeto de derechos reales y el contrato de descuento. <i>José Luis García-Pita y Lastres</i> .....	74	167
— Responsabilidad Civil Subsidiaria de las entidades de crédito por actos delictivos de sus empleados. <i>Luis Rodríguez Ramos y Joaquín Rodríguez Miguel Ramos</i> .....	75	249
— La unilateralidad en la determinación del tipo de interés por las entidades de crédito. <i>M.ª Victoria Petit Lavall</i> .....	76	169

## NOTICIAS

— Ley sobre introducción del euro. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> .....	73	243
— Modificaciones reglamentarias en la ordenación del mercado de valores. <i>Alberto J. Tapia Hermida</i> .....	73	244

	N.º de Revista	Página
— Ley 1/1999, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras. <i>Victor Cervera-Mercadillo</i> .....	73	247
— Resolución de 11 de diciembre de 1998, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, por la que se aprueban las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria del Banco de España. <i>Jaime Baillo Morales</i> ....	73	250
— La Carta Circular 13/1998, de la CNMV, relativa a fusiones de fondos de inversión. <i>Victor Cervera-Mercadillo</i> .....	73	252
— Mercados (consuetudinarios) de futuros. <i>Antonio Tapia Hermida</i> .....	73	254
— Propuestas de 17 de julio de 1998 para la modificación de la Directiva 85/611/CEE, relativa a organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios. <i>Victor Cervera-Mercadillo</i> .....	73	256
— El Reglamento de ordenación y supervisión de los seguros privados y la actividad bancaria. <i>Francisco Javier Tirado Suárez</i> .....	73	259
— La afección de préstamos no hipotecarios en favor de los Bancos Centrales. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i> .....	73	264
— El proyecto de Ley de Cajas de Ahorros para Andalucía. <i>Rosario Cañabate Pozo</i> .....	73	265
— Real Decreto 2660/1998, de 14 de diciembre, sobre el cambio de moneda extranjera en establecimientos abiertos al público distintos de las entidades de crédito. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	73	273
— Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas sobre la interpretación del concepto de fondos reembolsables del público. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i> .....	73	275
— Los contratos de gestión asesorada y de gestión discrecional de carteras de inversión. <i>Antonio Tapia Hermida</i> .....	73	278
— Modificaciones reglamentarias referidas a la figura del creador del Mercado de Deuda Pública. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i> .....	73	280

	N.º de Revista	Página
— La nueva disciplina reglamentaria de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria. <i>Víctor Cervera-Mercadillo</i> . . . . .	74	227
— Informe de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional sobre la labor realizada en su 31.º período de sesiones. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> . . . . .	74	231
— Las “Cartas-Circulares” boca arriba. <i>Mercedes Fuertes</i> . . . . .	74	232
— Novedades legislativas relativas a las instituciones financieras europeas. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> . . . . .	74	239
— Créditos documentarios irrevocables sometidos a condición suspensiva. Un supuesto singular de “dependencia económica objetiva” y de confirmación atípica. <i>Antonio Tapia Hermida</i> . . . . .	74	241
— Nueva Ley reguladora del Mercado de Capitales adoptada en Venezuela. <i>Alfredo Morles Hernández</i> . . . . .	74	249
— La Sentencia del Tribunal Supremo de 3 de marzo de 1999 sobre el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	74	252
— Normas contables sobre la introducción del euro. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> . . . . .	74	255
— Los nuevos modelos de folletos de emisiones y ofertas públicas de valores: La Circular 2/1999, de la CNMV. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	74	256
— Código de conducta para la contratación de derivados OTC en Francia. <i>José Manuel Cuenca</i> . . . . .	74	259
— Condiciones bancarias uniformes relativas a la apertura de crédito en cuenta corriente y a su afianzamiento general. <i>Antonio Tapia Hermida</i> . . . . .	74	261
— El nuevo régimen de inclusión de los socios y los administradores de sociedades mercantiles de capitales en el sistema de la Seguridad Social. <i>Antonio Tapia Hermida</i> . . . . .	74	265

	N.º de Revista	Página
— La adaptación legislativa francesa para la introducción del euro. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> . . . . .	74	272
— La información de la Comisión Nacional del Mercado de Valores disponible en Internet. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	74	273
— Dictamen del Banco Central Europeo sobre proyectos de directivas de dinero electrónico. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> . . . . .	75	267
— La nueva Ley de Cooperativas. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i> . . . . .	75	267
— Aprobación de los Estatutos del Instituto de Crédito Oficial: el Real Decreto 706/1999. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	75	270
— Nuevo modelo de letra de cambio: <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i> . . . . .	75	273
— Fondos de titulización de activos para favorecer la financiación empresarial. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	75	274
— Novedades (pre)legislativas en materia de firma digital. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> . . . . .	75	276
— Aprobada la nueva Ordenanza para el Registro de Venta a plazos de bienes muebles. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	75	278
— Habilitación normativa a la CNMV sobre entidades de capital-riesgo: La Orden de 17 de junio de 1999. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	75	281
— Informe del Takeover Panel sobre el ejercicio 1998-99. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> . . . . .	75	283
— Una iniciativa comunitaria para la adopción de un Reglamento sobre procedimientos concursales. <i>José M.ª Viguera Rubio</i> . . . . .	76	189
— La modificación del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones por el Real Decreto 1589/1999. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	76	199

	N.º de Revista	Página
— Circular de la CNMV sobre transparencia en las operaciones en los mercados de valores. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i> .....	76	203
— Regulación de la firma digital. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> .....	76	204
— La Circular 4/1999 de la CNMV en relación con las entidades de capital riesgo. <i>Víctor Cervera-Mercadillo</i> .....	76	205
— Aprobación del Reglamento sobre la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios por el Real Decreto 1588/1999. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> .....	76	206
— Norma técnica de auditoría sobre el “Efecto 2000”. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> .	76	211
— Modificación parcial de la regulación de las OPAS. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i> .....	76	212