

ÍNDICE

Página

ARTÍCULOS

- Calificación concursal del crédito resultante de liquidación por vencimiento anticipado de un acuerdo de compensación contractual (ACC), con especial consideración del que incluya *swaps* de intereses. *Manuel Olivencia Ruiz* 9
- El concepto de “utilización de información privilegiada”. *Antonio Tapia Hermida* 65
- Las agencias de *rating* como terceros de confianza: responsabilidad civil extracontractual y protección de la seguridad del tráfico. *Manuel Alba Fernández y Teresa Rodríguez de las Heras Ballell* 141

CRÓNICA

- Las sociedades anónimas de inversión en el mercado inmobiliario: efectos derivados de su deber de admisión a negociación en un mercado regulado español, miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo. *Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda* 181
- De nuevo sobre la naturaleza ejecutiva del proceso cambiario. *Federico Adan Domènech* 219
- Sistemas institucionales de protección (SIP): algunas consideraciones preliminares. *Íñigo Gómez-Jordana* 233

JURISPRUDENCIA

- La representación cambiaria: omisión de la *contemplatio domini* (Doctrina jurisprudencial reciente). *Nerea Iraculis Arregui* 251

NOTICIAS

1. Participaciones en entidades de crédito: nueva Circular. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	277
2. Los principios del Consejo de Estabilidad Financiera para reducir la dependencia de los intermediarios financieros en las calificaciones de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de <i>Rating</i>). <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	278
3. Nueva Ley del Mercado de Valores adoptada en Venezuela. <i>Alfredo Morles Hernández</i>	280
4. La eliminación del control administrativo previo de la publicidad de los productos bancarios en la Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio. <i>Manuel Castilla Cubillas</i>	284
5. El derecho de información sometido a debate. <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i>	289
6. Circular sobre publicidad bancaria. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	291
7. Publicación por la CNMV de una Guía sobre Catalogación de los Instrumentos Financieros como Complejos o No Complejos. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	292
8. Aprobado el Real Decreto regulador de las cuentas anuales consolidadas. <i>Mónica Fuentes Naharro</i>	294
9. Acción individual: falta de legitimación de los síndicos (y de los administradores concursales). <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	295
10. Regulación de los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados: el Real Decreto 1282/2010. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	296
11. Derecho de salida de la sociedad limitada. <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i>	300
12. La ley francesa de regulación bancaria y financiera núm. 2010-1249, de 22 de octubre de 2010: “procedimiento de salvaguarda financiera exprés”. Conexión con los LBO. <i>Isabel Fernández Torres</i>	301
13. Norma Técnica de Auditoría sobre el Valor Razonable. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	302
14. VIII Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil. <i>Cristina Guerrero Trevijano</i>	303

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía	311
--------------------	-----

RECENSIONES

— Blanca Pardo García, <i>La comercialización por los bancos de productos financieros de terceros</i> , por Isabel Fernández Torres	319
— Raúl Lafuente Sánchez, <i>Contratos internacionales electrónicos de fondos de inversión</i> , por Alberto Javier Tapia Hermida	323

ARTÍCULOS

CALIFICACIÓN CONCURSAL DEL CRÉDITO RESULTANTE DE LIQUIDACIÓN POR VENCIMIENTO ANTICIPADO DE UN ACUERDO DE COMPENSACIÓN CONTRACTUAL (ACC), CON ESPECIAL CONSIDERACIÓN DEL QUE INCLUYA SWAPS DE INTERESES

MANUEL OLIVENCIA RUIZ

*Catedrático Emérito de Derecho Mercantil
Vicepresidente de CUATRECASAS, GONÇALVES PEREIRA*

RESUMEN

Los Acuerdos de Compensación Contractual que incluyen operaciones financieras son objeto de un régimen concursal especial contenido fundamentalmente en el RD-L 5/2005. El presente trabajo aborda el estudio de determinados aspectos de ese referido régimen; señaladamente, la calificación concursal del crédito resultante de la liquidación de un Acuerdo de Compensación Contractual anticipadamente declarado vencido por una entidad de crédito como consecuencia o con posterioridad a la declaración de concurso de su contraparte. Es objeto de consideración especial la calificación del crédito por el saldo de liquidación de un ACC que contenga un swap de intereses (irs).

Palabras clave: Acuerdo de Compensación Contractual; Real Decreto-Ley 5/2005; calificación concursal del crédito resultante de la liquidación de un Acuerdo de Compensación Contractual; acuerdo de compensación contractual que contenga un swap de intereses.

ABSTRACT

Master netting agreements including financial transactions are ruled by a special insolvency regime primarily contained in RD-L 5/2005. In this article, we study certain aspects of that regime; notably, the rating of the credit resulting from the settlement of a close out netting agreement terminated early by a credit institution as a result of or after the declaration of insolvency of its counterpart. Special consideration is given to the credit rating resulting from the close out netting agreement containing an interest rate swap (IRS).

Key words: Master netting agreements; Royal Decree-Law 5/2005; rating of the credit resulting from the settlement of a close out netting agreement; close out netting agreement containing an interest rate swap.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. CONSIDERACIÓN PRELIMINAR: LA COMPENSACIÓN DE CRÉDITOS Y DEUDAS.
- III. LOS ACUERDOS DE COMPENSACIÓN CONTRACTUAL EN EL DERECHO ESPAÑOL.

1. **Antecedentes: las directivas comunitarias.**
2. **La regulación española del coeficiente de solvencia de las entidades de crédito.**
3. **Concepto legal de los acuerdos de compensación contractual.**
4. **El reconocimiento por la ley concursal del régimen especial de los acuerdos de compensación contractual.**
5. **La regulación de los acuerdos de compensación contractual por el Real Decreto-Ley 5/2005 y su modificación por la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago.**
6. **La Ley 36/2007, de 16 de noviembre, de modificación de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, y su desarrollo reglamentario.**
7. **La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, de modificación de la ley del mercado de valores.**
8. **Las Circulares del Banco de España.**
9. **Los efectos de la declaración de concurso y la compensación.**
10. **Los aspectos de los acuerdos de compensación contractual en el Derecho bancario, en el concursal y en el del mercado de valores.**

IV. DERECHO EXCEPCIONAL Y DERECHO NORMAL.

V. DERECHO ESPECIAL Y DERECHO COMÚN.

VI. EL RÉGIMEN JURÍDICO DE LOS ACUERDOS DE COMPENSACIÓN CONTRACTUAL (ACC).

1. **Naturaleza jurídica.**
2. **Objeto.**
3. **Causa. Contrato normativo.**
4. **Relaciones con el contrato de cuenta corriente.**
5. **Pluralidad y unicidad en el objeto del acuerdo de compensación contractual.**
6. **Consideración del *swap* de intereses como objeto de un acuerdo de compensación contractual.**

A) Concepto y características del swap de intereses.

B) Diferencias entre las obligaciones nacidas del swap de intereses (irs) y las deudas de intereses.

C) La unicidad del swap de intereses (irs) en el marco de un ACC.

D) La referencia a una operación antecedente de financiación.

VII. CALIFICACIÓN CONCURSAL DEL CRÉDITO RESULTANTE DE LA LIQUIDACIÓN DE UN ACUERDO DE COMPENSACIÓN CONTRACTUAL VENCIDO ANTICIPADAMENTE.

1. **Planteamiento.**
2. **La declaración de concurso, causa de vencimiento anticipado.**

3. **Calificación del crédito resultante de la liquidación anticipada por concurso.**
4. **La declaración de vencimiento anticipado del ACC posterior al concurso.**
5. **Consideración especial de la calificación del crédito por el saldo de liquidación de un ACC que contenga un *swap* de intereses (*irs*).**

- A) *Planteamiento.*
- B) *Sobre la naturaleza y causa de los irs.*
- C) *Sobre la autonomía e independencia de los irs respecto de los negocios de financiación subyacentes.*
- D) *Colisión con la obligación legal de las entidades de crédito de informar y ofrecer instrumentos de cobertura del riesgo de tipos de interés en determinadas operaciones de financiación.*
- E) *Sobre el carácter “excepcional” de la subordinación de créditos.*
- F) *Sobre el vencimiento automático por consecuencia del concurso del ACC que incluya un irs.*
- G) *Sobre las razones de política legislativa que desaconsejan la consideración como deuda de intereses del crédito por el saldo de liquidación de un ACC que contenga un irs.*

VIII. CONCLUSIONES.

I. INTRODUCCIÓN

El Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública, y su modificación por la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago, regulan los acuerdos de compensación contractual (ACC) y establecen los efectos que el concurso de una de las partes produce sobre el ACC; señaladamente, se prevé que la apertura de un procedimiento concursal no podrá limitar, restringir ni afectar en cualquier forma la declaración del vencimiento anticipado, resolución, terminación, ejecución o efecto equivalente de las operaciones realizadas en el marco de un ACC o en relación con éste.

Asimismo, el referido RD-L 5/2005 contiene normas de carácter especial relativas a la calificación concursal de los créditos resultantes de la liquidación de un acuerdo de compensación contractual declarado vencido anticipadamente por una entidad de crédito como consecuencia del concurso de su contraparte o con posterioridad a él.

Tal régimen especial ha sido objeto de controversia y diversa interpretación por nuestros Juzgados de lo Mercantil; señaladamente, en lo relativo a la calificación concursal del crédito resultante de la liquidación de un ACC que contenga un *swap* de

intereses⁽¹⁾. Sobre esta cuestión, tuve la oportunidad de pronunciarme en un dictamen datado en 31 de diciembre de 2009⁽²⁾.

Pocos días después, en el Seminario de Jueces de lo Mercantil de Barcelona de 21 de enero y 1 de febrero de 2010, se abordó el “Tratamiento concursal de los créditos derivados de instrumentos financieros confirmados en el marco de un acuerdo de compensación contractual”, en el que se llega a conclusiones que, en importantes puntos, divergen de las formuladas en mi dictamen.

Estas divergencias me hicieron reflexionar sobre mis propias conclusiones, precisamente por el respeto y la consideración que me merecen los criterios enunciados en los Seminarios de Jueces de lo Mercantil, que tienden a orientar y homogeneizar la aplicación de las normas. Siempre he elogiado esa práctica. Soy un defensor a ultranza de la creación de los Juzgados de lo Mercantil, una novedad no contemplada precisamente en los anteproyectos de Ley Orgánica para la Reforma Concursal (LORC) y de Ley Concursal (LC) elaborados por la Sección Especial de la Comisión General de Codificación, que tuve el honor de presidir, sino introducida por el Gobierno y que fue objeto de duras críticas doctrinales. Pese a la inexactitud de su denominación, reconocida por el legislador (E. de M. de la LORC, II, párrafo cuarto), la creación de estos juzgados especializados fue un acierto que contribuyó eficazmente a facilitar la realización del nuevo sistema concursal de 2003. La correcta selección de los primeros titulares de esos órganos cumplió uno de los objetivos señalados por el legislador: el “conocimiento específico y profundo de la materia”. El atractivo que la novedad ejerce sobre los espíritus más creativos actuó como una primera selección de los candidatos e influyó decisivamente en el ejercicio de las funciones de quienes ganaron las plazas, a través de una puesta en común de experiencias y criterios, comunicados solidariamente y contrastados en reuniones de estudio y trabajo, cuyos resultados hicieron públicos y difundieron una primera doctrina judicial sobre cuestiones candentes de la nueva LC. Quiero recordar aquí, por vía de ejemplo, el criterio de interpretación del art. 87.6 LC, en su original versión, sobre calificación de los créditos con fianza de tercero, con el que coincide un dictamen mío, emitido sobre tal cuestión, y que vimos acogido por el legislador en la nueva redacción dada a la norma por el art. 9.2 RD-L 3/2009, de 27 de marzo.

(1) Entre otras, las Sentencias de los Juzgados de lo Mercantil, n.º 1 de San Sebastián, de 7 de junio de 2010; n.º 8 de Madrid, de 28 de enero de 2010; n.º 3 de Barcelona, de 29 de diciembre de 2009; n.º 4 de Barcelona, de 28 de septiembre de 2009; n.º 8 de Barcelona, de 15 de septiembre de 2009; n.º 2 de Pontevedra, de 31 de julio de 2009 y de 19 de junio de 2009; n.º 1 de Barcelona, de 8 de abril de 2009; n.º 3 de Barcelona, de 3 de abril de 2009; n.º 2 de Barcelona, de 19 de noviembre de 2008; n.º 1 de Málaga, de 4 de junio de 2008; n.º 1 de Bilbao, de 31 de octubre de 2007. En la doctrina, DÍAZ RUIZ y RUIZ BACHS “Los pagos en las permutas financieras sobre tipos de interés (*interest rate swap*-IRS) no son intereses”, *Diario La Ley*, n.º 7387, 23 abril de 2010; CUENCA MIRANDA, “La (imposible) aplicación del artículo 59 de la Ley concursal a las permutas financieras de intereses”, *Actualidad jurídica Aranzadi*, 13 de mayo de 2010.

(2) Para su redacción, conté con la valiosa ayuda de un equipo de trabajo integrado por mis compañeros Luis SANCHO MENDIZÁBAL, Rafael HIDALGO ROMERO y José MOYA YOLDI.

En el tema objeto del presente trabajo, la figura de los ACC y su régimen concursal especial, con referencia preferente a la calificación concursal del crédito resultante de la liquidación de un ACC que incorpora un *swap* de intereses (*irs*), el punto de partida es el de la divergencia entre criterios interpretativos por mí mantenidos y los formulados en el citado Seminario de Jueces de lo Mercantil de Barcelona. La reflexión me ha llevado a ratificarme en las conclusiones del dictamen de 31 de diciembre de 2009, por lo que creo obligado exponer los argumentos que sustentan ese criterio discrepante. Se trata de una aportación a la interpretación doctrinal de las normas aplicables, hecha siempre con el mayor respeto a otros criterios, sobre todo a los judiciales, pero con el propósito de contribuir a que la aplicación de Derecho y su realización se produzcan en la forma más correcta y, por consiguiente, más justa.

II. CONSIDERACIÓN PRELIMINAR: LA COMPENSACIÓN DE CRÉDITOS Y DEUDAS

La figura de la compensación de créditos y deudas es conocida en todos los ordenamientos jurídicos contemporáneos y resulta de uso frecuente en el tráfico económico. Aunque haya alguna diferencia de enfoque en su tratamiento por la tradición anglosajona de la *common law*, por el sistema alemán del BGB y por las legislaciones que derivan de la codificación napoleónica, y aunque en estas últimas aún puedan encontrarse matices distintos, el fenómeno es, básicamente, el mismo en todos los países.

Consiste en que, cuando dos personas ostentan, cada una, un crédito frente a la otra o, lo que es lo mismo, cuando hay dos relaciones obligatorias y aparece como acreedor de cada una el deudor de la otra, el Derecho hace excepciones a los deberes de cumplimiento que normalmente comporta una deuda: si los créditos son iguales, ambos deudores pueden quedar totalmente liberados; si son desiguales, la compensación elimina una de las relaciones y deja subsistir una sola, en la que sigue siendo acreedor, por la diferencia entre ambas deudas, el que era titular del crédito mayor.

En términos generales, la utilidad práctica de la figura está, desde luego, en simplificar las actuaciones necesarias para el cumplimiento de las obligaciones. También en que la existencia de una deuda puede verse como una garantía para la satisfacción del crédito que el deudor ostente frente al acreedor de aquélla.

Un aspecto —especialmente importante aquí— de estas consecuencias prácticas de la compensación aparece cuando sobrevienen situaciones de insolvencia que afectan al titular de una de las obligaciones potencialmente compensables. Si, por algún motivo, la compensación no se produce y subsisten las dos relaciones obligatorias cuando uno de los titulares es declarado en concurso, resultará que el acreedor *in bonis* sigue obligado a pagar su deuda íntegra en buena moneda y sólo podrá cobrar en moneda de quiebra su crédito. Si, por el contrario, se produce la compensación, ese acreedor se insinuará en el concurso sólo por la diferencia no compensada que, si su crédito era el mayor, quedará a su favor; en cuanto a la restante porción de su crédito —la cantidad concurrente entre ambas deudas, que ha sido compensada— para él es como si hubiera sido pagada en buena moneda. Si el crédito que ostentaba el acreedor

in bonis era igual o menor que el del concursado, la ley del dividendo no afectará en nada a la satisfacción íntegra de tal crédito, obtenida por la compensación acaecida. Todo ello sin perjuicio de que, naturalmente, si su deuda era mayor, haya de pagar a la masa, en buena moneda, la diferencia; pero sólo ésta, no toda la deuda que tenía antes de la compensación. En cualquier caso, es obvio que, frente al concurso, la posición del acreedor que insinúa un crédito y experimenta los efectos que sobre éste tiene la declaración de concurso (clasificación, dividendo, espera...) es menos favorable que la de aquel que, gracias a la compensación con deudas que él tuviese frente al concursado, lo sustrae, total o parcialmente, a esos efectos y obtiene su satisfacción hasta la cantidad concurrente entre ambas deudas.

Las elementales consideraciones que anteceden, incluidas las relativas al concurso, pueden trasladarse a los supuestos en que, entre los dos sujetos, no haya sólo dos relaciones obligatorias, sino varias o muchas, con tal de que no correspondan todas las titularidades activas a uno mismo y todas las pasivas al otro. También, a relaciones del tipo del contrato de cuenta corriente, en el que la autonomía de la voluntad aplaza la exigibilidad de obligaciones que sucesivamente irán naciendo entre las partes y que sólo serán satisfechas, conjuntamente, en momentos prefijados y por el saldo neto que aparezca. E incluso a situaciones más complejas, en que concurren varios o muchos acreedores y deudores, que no lo son necesariamente de manera recíproca dos a dos, pero que se insertan en una estructura que permite pagos o cobros reducidos a la suma algebraica de los créditos y las deudas que cada uno tenga frente a todos los demás; es decir, al saldo neto de su posición frente al conjunto, como acaece en los sistemas multilaterales de compensación y liquidación.

La posibilidad de presentar el saldo neto en vez de manejar las partidas que dieron lugar a él ofrece las ventajas apuntadas y, en algunos sectores, otras más. Así, las entidades que están sujetas al cumplimiento de coeficientes de solvencia, en cuyo denominador figuran “capitales en riesgo”, preferirán, sin duda, que se les computen como tales los saldos resultantes de “netear”, con la deducción de otras partidas, los activos correspondientes. El importe de los requerimientos de “recursos propios” a las entidades de crédito depende directamente de ese cómputo.

Al resultado del “neteo” —anglicismo introducido en la lengua de los negocios financieros, pero que en la nuestra cabe derivar del vocablo “neto”— se puede llegar por vías distintas, utilizables o no según los casos. Una es, desde luego, la compensación legal, en sentido técnico jurídico, cuando se dan los requisitos exigidos por la norma aplicable. Pero también la compensación convencional, en casos en que la voluntad privada puede suplir la falta de alguno de aquellos requisitos. Y, en el ámbito de la libertad de pactos, caben soluciones de novación contractual o de otros mecanismos convencionalmente establecidos para obtener el fin deseado, mientras la ley no lo impida.

Como veremos a continuación, tanto las Directivas europeas que abordaron estos problemas como las recientes normas españolas que se ocupan de ellos han tenido en cuenta que, en el tráfico financiero, el “neteo” facilita la liquidación de operaciones y permite reducir el riesgo de crédito; por ello, admiten con gran amplitud y protegen los mecanismos para obtenerlo, no sometiénolos a los requisitos generales de la compen-

sación legal, sino a un tratamiento más pragmático de suma algebraica y saldo, pactado convencionalmente, como en la práctica mercantil opera el antecedente histórico del contrato de cuenta corriente, que, sin embargo, aún no disfruta del reconocimiento legal de contrato típico.

III. LOS ACUERDOS DE COMPENSACIÓN CONTRACTUAL EN EL DERECHO ESPAÑOL

1. Antecedentes: las directivas comunitarias

Los llamados “acuerdos de compensación contractual” (en adelante, ACC) se introducen en el Derecho español a través de las directivas europeas reguladoras del coeficiente de solvencia de las entidades de crédito.

Ya la Directiva 89/647/CEE del Consejo, de 18 de diciembre de 1989, sobre el coeficiente de solvencia, estableció en su Anexo II el tratamiento de las cuentas de orden relacionadas con tipos de interés y tipos de cambio de divisas para el cálculo de los requerimientos de fondos propios de estas entidades.

Fue la Directiva 96/10/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de marzo de 1996, que modificó la anterior, la que planteó el reconocimiento de la compensación contractual por las autoridades competentes. Sus Considerandos expresan que “para un funcionamiento adecuado del mercado interior, y especialmente en condiciones iguales de competencia, los Estados miembros tienen la obligación de intentar una evaluación uniforme de los acuerdos de compensación contractual por parte de las autoridades competentes” y “en particular, la posibilidad de calcular los requisitos de fondos propios para determinadas operaciones sobre la base de importes netos y no brutos, siempre que existan acuerdos jurídicamente vinculantes que garanticen que el riesgo de crédito se limita al importe neto”.

El Anexo II de esta Directiva, en su apartado 3.a), incluía entre los “tipos de compensación” tanto los contratos bilaterales de *novación* (i), como los de *compensación* (ii) y establecía como condición primera para el reconocimiento del factor de reducción del riesgo que “la entidad de crédito haya celebrado con su contraparte un acuerdo de compensación contractual por el cual se cree una única obligación jurídica, que abarque todas las transacciones incluidas, en virtud de la cual, en el caso de que una de las contrapartes incurra en una situación de impago a causa de incumplimiento, quiebra o liquidación u otra circunstancia similar, la entidad de crédito tenga el derecho de recibir o la obligación de pagar únicamente la suma neta de los valores positivos y negativos, valorados a precios de mercado de las distintas transacciones incluidas”.

La referida condición se incluye en el Anexo III, Parte 7 [“Compensación contractual (acuerdos de novación y otros acuerdos de compensación)”] punto b) inciso i) de la Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y su ejercicio (refundición). Más adelante, en esa misma Parte 7 del Anexo III se completa la referida

condición: “además de lo expuesto, los acuerdos de compensación contractual entre productos deberán respetar los siguientes criterios: a) la suma neta mencionada en el inciso i) letra b) de la presente parte será la suma neta de los valores de liquidación positivos y negativos, de todo acuerdo marco bilateral individual incluido y de los valores positivos y negativos a precios de mercado de las operaciones individuales (“importe neto para todos los productos”).”

La Directiva 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, refundió la regulación de esta materia.

2. La regulación española del coeficiente de solvencia de las entidades de crédito

En España, la regulación inicial del coeficiente de solvencia de las entidades de crédito remitió a la vía reglamentaria (RR.DD., OO.MM. y Circulares del Banco de España, en adelante CBE) la *ponderación* de los riesgos a efectos de su determinación.

La Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, refundió, simplificó y actualizó una normativa anterior sobre esta materia, “de medidas de muy diverso rango, inconexas, heterogéneas, e incluso contradictorias”, según su E. de M. Su art. 6.1 define el coeficiente de solvencia como “la relación existente entre los recursos propios y la suma de los activos, las posiciones y las cuentas de orden sujetos a riesgo”, *ponderados* con arreglo a criterios que se determinarán reglamentariamente conforme a las *clases de riesgo*, objeto de cobertura.

La Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, autorizó al Gobierno, en su art. 47.1.b), a extender a toda clase de entidades de crédito el *principio de suficiencia de recursos propios*, lo que aquél hizo mediante el RD 1044/1989, de 23 de agosto, sobre recursos propios de entidades de crédito distintas de las de depósito.

La Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, extendió el señalado principio a todos los grupos de entidades que ejerzan actividades de carácter financiero.

El RD 1343/1992, de 6 de noviembre, desarrolló la Ley 13/1992 y reguló en su art. 25 el *Nivel y exigencia del coeficiente de solvencia*, y en el 26, la *Ponderación de los elementos de riesgo*, facultad que encomendó al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España, y que debía ejercer atendiendo al “grado de riesgo asumido en las operaciones, habida cuenta de sus características y garantías y de la personalidad de la contraparte”.

3. Concepto legal de los acuerdos de compensación contractual

El concepto de ACC, que como veremos aparece en las normas de desarrollo reglamentario del coeficiente de solvencia y, concretamente, en las CBE, no adquiere

rango legal en España hasta su introducción en la disposición cuadragésima primera de la Ley 66/1997, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, que añadió un punto 4 a la disposición adicional séptima 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. Esta disposición se incluyó posteriormente, con idéntico tenor, en la adicional décima de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), cuya disposición derogatoria única derogaba, a su vez, la citada disposición adicional séptima de la Ley 3/1994. El texto de esa disposición establecía:

“Décima. 1. Las normas de la presente disposición se aplicarán a las operaciones financieras relativas a instrumentos derivados que se realicen en el marco de un acuerdo de compensación contractual, siempre que en el mismo concurren los siguientes requisitos:

- a) Que al menos una de las partes del acuerdo sea una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión, o entidades no residentes autorizadas para llevar a cabo las actividades reservadas en la legislación española a las referidas entidades o empresas.
- b) Que el acuerdo prevea la creación de una única obligación jurídica, que abarque todas las operaciones financieras incluidas en el mismo y en virtud de la cual, en caso de vencimiento anticipado, las partes sólo tendrán derecho a exigirse el saldo neto de las operaciones vencidas, calculado conforme a lo establecido en el acuerdo de compensación contractual.

2. Se considerarán a efectos de esta disposición instrumentos derivados las permutas financieras, las operaciones de tipos de interés a plazo, las opciones y futuros, las compraventas de divisas y cualquier combinación de las anteriores, así como las operaciones similares o de análoga naturaleza.

3. La declaración del vencimiento anticipado, resolución, terminación o efecto equivalente de las operaciones financieras incluidas en un acuerdo de compensación contractual de los previstos en el número 1 anterior, no podrá verse limitada, restringida o afectada en cualquier forma, por un estado o solicitud de quiebra, suspensión de pagos, liquidación, administración, intervención o concurso de acreedores que afecte a cualquiera de las partes de dicho acuerdo, sus filiales o sucursales.

En los supuestos en que una de las partes del acuerdo de compensación contractual se halle en una de las situaciones concursales previstas en el apartado anterior, se incluirá como crédito o deuda de la masa exclusivamente el importe neto de las operaciones financieras amparadas en el acuerdo, calculado conforme a las reglas establecidas en el mismo.

4. Las operaciones financieras o el acuerdo de compensación contractual que las regula sólo podrán ser impugnadas al amparo del párrafo segundo del

artículo 878 del Código de comercio, mediante acción ejercitada por los síndicos de la quiebra, en la que se demuestre fraude en dicha contratación”.

Posteriormente, el art. 16.1 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, dio nueva redacción a la referida disposición adicional décima. Al respecto, la Exposición de Motivos de la citada ley justificaba la modificación con los siguientes argumentos:

“La Ley dota de seguridad a los denominados ‘acuerdos de compensación contractual’ frente a las eventuales situaciones de quiebra de las partes. En efecto, es práctica común que las entidades financieras operen entre sí a través de contratos marco en los que se establecen unas garantías que cubren, día a día, la posición neta resultante de todas las operaciones de financiación, préstamo de valores, derivados financieros, etc., que llevan a cabo las partes. La Ley extiende a dichos acuerdos el régimen previsto en la disposición adicional décima de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que se aplicará por tanto también a operaciones fuera de mercado (OTC). No obstante, se mantienen ciertas limitaciones por razón de los sujetos intervinientes (al menos una parte debe ser entidad de crédito o empresa de servicios de inversión) y contenido del acuerdo (deberá incluir el mecanismo de cálculo del saldo neto exigible) para restringir los efectos de este régimen de garantías al ámbito estrictamente necesario”.

Concretamente, se modificó el apartado 2, que pasó a tener el siguiente tenor:

“2. Se considerarán a efectos de esta disposición operaciones financieras las siguientes:

- a) Las realizadas sobre los instrumentos financieros previstos en el párrafo 2.º del artículo 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, incluidos los derivados de crédito.
- b) Las operaciones dobles o con pacto de recompra definidas en la disposición adicional duodécima de esta Ley, cualesquiera que sean los activos sobre los que recaen, y, en general, las cesiones temporales de activos.
- c) Los préstamos de valores.
- d) Las garantías y las cesiones en garantía u otras operaciones con finalidad directa o indirecta de garantía vinculadas al propio acuerdo de compensación contractual que tenga por objeto deuda pública, otros valores negociables o efectivo. La ejecución de las operaciones señaladas en este párrafo, en su caso, se llevará a cabo en la forma prevista en el acuerdo de compensación contractual o en los acuerdos que guarden relación con el mismo.

Las operaciones financieras a que se refiere este apartado serán válidas y eficaces frente a terceros, cualquiera que sea la Ley que la rija (*sic*), sin más

requisitos que su formalización documental privada y la entrega, transmisión o anotación registral de los valores, según proceda, y el depósito o transferencia del efectivo, siendo de aplicación lo dispuesto en la disposición adicional sexta de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores”.

También se modificó el segundo párrafo del apartado 3, quedando su redacción como sigue: “En los supuestos en que una de las partes del acuerdo de compensación contractual se halle en una de las situaciones concursales previstas en el párrafo anterior, se incluirá como crédito o deuda de la parte incurso en dichas situaciones exclusivamente el importe neto de las operaciones financieras amparadas en el acuerdo, calculado conforme a las reglas establecidas en el mismo o en los acuerdos que guarden relación con él” (en negrita la adición operada por el art. 16.1 Ley 44/2002).

La disposición adicional décima a que se ha hecho referencia en este apartado fue derogada por la disposición derogatoria única del RD-L 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.

4. El reconocimiento por la ley concursal del régimen especial de los acuerdos de compensación contractual

Al promulgarse la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (LC), su disposición adicional segunda recogió el *Régimen especial aplicable a entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y entidades aseguradoras*, e incluyó entre la *legislación especial* la disposición adicional décima de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en estos términos:

“1. En los concursos de entidades de crédito o entidades legalmente asimiladas a ellas, empresas de servicios de inversión y entidades aseguradoras, así como entidades miembros de mercados oficiales de valores y entidades participantes en los sistemas de compensación y liquidación de valores, se aplicarán las especialidades que para las situaciones concursales se hallen establecidas en su legislación específica, salvo las relativas a composición, nombramiento y funcionamiento de la administración concursal.

2. Se considera legislación especial, a los efectos de la aplicación del apartado 1, la regulada en las siguientes normas:

[...]

f) Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (disposiciones adicionales décima y duodécima)”.

Hay que puntualizar que, aunque el apartado 1 de esta disposición se refiere a “los concursos de entidades de crédito” y asimiladas, los supuestos que cubre la legislación especial son más amplios, porque también contemplan a esas entidades como partes en

relaciones jurídicas afectadas por el concurso de la contraparte. Así lo confirma la disposición adicional tercera de la Ley 36/2003, de medidas de reforma económica, que ha introducido en la referida disposición adicional un nuevo apartado, el número 3, por el que se amplía el ámbito subjetivo y objetivo del apartado 1 de la disposición adicional segunda LC. En efecto, el apartado 3 de la disposición adicional segunda LC dispone que “las normas legales mencionadas en el apartado anterior se aplicarán con el alcance subjetivo y objetivo previsto en las mismas a las operaciones o contratos que en ellas se contemplan y, en particular, las referidas a las operaciones relativas a los sistemas de pagos y de liquidación y compensación de valores, operaciones dobles, operaciones con pacto de recompra o se trate de operaciones financieras relativas a instrumentos derivados”.

La disposición final cuarta de la Ley 30/2007, de contratos del sector público, dio nueva redacción a la referida disposición adicional segunda LC, que, posteriormente, ha sido modificada por el Real Decreto-Ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica, y por el Real Decreto-Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito⁽³⁾.

5. La regulación de los acuerdos de compensación contractual por el Real Decreto-Ley 5/2005 y su modificación por la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago

El RD-L 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública, traspuso la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, y se propuso “ordenar y sistematizar la normativa vigente aplicable a los ACC y a las garantías de carácter financiero”. El preámbulo de este RD-L añade: “Se establecen, además, los efectos derivados de las disposiciones de insolvencia sobre dichos acuerdos y garantías”. Como posteriormente se desarrollará, los efectos a que se refiere tal preámbulo han sido objeto de reciente desarrollo mediante la disposición final octava de la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago, que modifica el art. 16 del RD-L, añadiéndole un segundo párrafo a su apartado 2.

Así, su título I (*Reformas en los mercados financieros*) dedica el capítulo II a los ACC y garantías financieras. El artículo segundo, *Objeto*, se limita a describir su finalidad, consistente en la incorporación de la Directiva 2002/47/CE, la ordenación y sistematización de la normativa vigente aplicable a los ACC y a las garantías de carácter financiero, y además, el establecimiento de los efectos derivados de la apertura

⁽³⁾ V., *infra*, III; sobre la evolución legislativa de la disposición adicional segunda LC, v. SAN-JUAN MUÑOZ, E., “Ingeniería financiera y Derecho concursal”, en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 6, 2007, pp. 195 y ss., especialmente 198 y ss.

ra de un procedimiento concursal o de un procedimiento de liquidación administrativa sobre dichos acuerdos y garantías⁽⁴⁾.

El contenido de ese artículo es, pues, descriptivo, no normativo, en cuanto no constituye un mandato jurídico, sino una delimitación de lo que es objeto de regulación en el capítulo II del título I del RD-L. Pertenece, pues, a la categoría de lo que en la teoría general del Derecho se denominan “normas incompletas” o “impropias”, entre las que también se incluyen las definiciones o conceptos legales, que han de integrarse con otras disposiciones para formar una norma completa o propia.

Pero, aun con ese limitado alcance, el artículo examinado es expresivo en cuanto se refiere a la normativa vigente aplicable a los ACC y a los efectos que sobre éstos produce la declaración de concurso o la apertura de un procedimiento de liquidación administrativa (arts. 174 y 175 LC).

Otro tanto puede decirse del artículo tercero del RD-L, *Ámbito de aplicación*, que incluye *sub a*) a los ACC “financieros”. El artículo cuarto, *Sujetos*, requiere la presencia en los ACC de, al menos, una persona jurídica incluida en las categorías allí relacionadas (entidades públicas, bancos centrales, Banco de Pagos Internacionales, bancos multilaterales de desarrollo, FMI, Banco Europeo de Inversiones, entidades de crédito, de servicios de inversión, aseguradoras, de inversión colectiva).

Por lo que a efectos del presente trabajo importa, la presencia de una entidad de crédito como parte en el ACC basta para someterlo a la regulación del RD-L, aunque la otra parte sea persona jurídica no incluida en las categorías del artículo cuarto, o incluso se trate de persona física (contraparte o cliente).

El artículo quinto describe el *contenido de los ACC*, a efectos de su sujeción a la normativa del capítulo II del título I del RD-L. De él resulta que el ACC es un “marco” de “operaciones financieras” (enunciadas en el apartado 2 del mismo artículo), cuyo efecto esencial es la creación de “una única obligación jurídica” consistente en que, en caso de vencimiento anticipado, se liquidan todas las operaciones y se produce un saldo neto, que la parte que resulte acreedora tendrá derecho a exigir de la deudora.

Esa descripción va acompañada de los efectos que a los ACC atribuye el artículo decimosexto del RD-L, en cuya virtud la apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administrativa no podrá limitar, restringir ni afectar en cualquier forma “la declaración del vencimiento anticipado, resolución, terminación, ejecución o efecto equivalente de las operaciones realizadas en el marco de un ACC o en relación con éste” (apartado 1).

No cabe una disposición más tajante para inmunizar al régimen propio de los ACC frente a los efectos (limitativos, restrictivos o de cualquier otra forma) del con-

(4) SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Algunos aspectos de la Directiva sobre garantías financieras en relación con el Derecho español de los Mercados de Valores”, en *Historia de la Propiedad. Crédito y Garantía. V Encuentro Interdisciplinar*, Salamanca, 31 de mayo-2 de junio de 2006, Servicio de Estudios del Colegio de Registradores, 2007, Fundación Registral, pp. 603 y ss., y en *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*, Madrid, 2008, pp. 1245 a 1278.

curso (o, en su caso, de la liquidación administrativa). De hallarse una de las partes en alguna de esas situaciones al declararse el vencimiento anticipado del ACC, “se incluirá como crédito o deuda de la parte incurso en dichas situaciones exclusivamente el importe neto de las operaciones financieras amparadas en el acuerdo, calculado conforme a las reglas establecidas en él” (apartado 2).

La disposición final octava de la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago (BOE del 14 del mismo mes), ha añadido al apartado 2 del artículo decimosexto del RD-L 5/2005, un párrafo segundo, en los siguientes términos:

“En caso de concurso, en tanto se mantenga vigente el acuerdo de compensación contractual, será de aplicación lo dispuesto en el primer párrafo del art. 61.2 de la Ley Concursal. Si el acuerdo fuese resuelto con posterioridad a la declaración de concurso, será de aplicación lo establecido en el art. 62.4 de la Ley Concursal”.

Finalmente, el apartado 3 dispone:

“Las operaciones financieras o el acuerdo de compensación que las regula no podrán ser objeto de las acciones de reintegración que regula el artículo 71 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, salvo mediante acción ejercitada por la administración concursal en la que se demuestre perjuicio en dicha contratación”.

La regulación de los ACC se completa con la disposición adicional primera del RD-L, en la que se considera el capítulo II del título I “legislación especial, a los efectos previstos en la disposición adicional segunda de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal”. Consecuentemente, la disposición adicional tercera del RD-L modificó el apartado 2 de la disposición adicional segunda de la LC, para incluir bajo su letra j) como *legislación especial* el propio RD-L 5/2005, de 11 de marzo, en el capítulo II del título I, que es el que trata de los ACC y de las garantías financieras⁽⁵⁾. Tras la promulgación del Real Decreto-Ley, la disposición adicional segunda de la LC ha sido nuevamente objeto de modificaciones por las Leyes 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, y 30/2007, de 30 de octubre, de Contratos del Sector Público, quedando incluido como legislación especial el Real Decreto-Ley 5/2005 en la letra i) de su apartado 2. Como se ha indicado, esta disposición adicional ha sido también modificada por el Real Decreto-Ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica, y por el Real Decreto-Ley 9 /2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito.

Si se relaciona la disposición adicional tercera con el nuevo apartado segundo del artículo decimosexto del RD-L, resulta que la norma “especial” contenida en éste se

(5) SÁNCHEZ ANDRÉS, *op. cit.*, en *Estudios Jurídicos*, *cit.*, pp. 274 y ss., se ocupa del “*netting* y del tratamiento de las garantías en caso de insolvencia”, afirmando el *blindaje* progresivo frente a situaciones de quiebra.

remite a las “generales” de los arts. 61.2, párrafo primero, y 62.4 LC. En virtud de la primera de estas remisiones, se siguen dos consecuencias jurídicas: la declaración de concurso, por sí sola, no afectará a la vigencia del ACC; las prestaciones a que esté obligado el concursado se realizarán con cargo a la masa. En virtud de la segunda, las consecuencias jurídicas se vinculan a la resolución del contrato posterior a la declaración de concurso: se extinguen las obligaciones pendientes de vencimiento y, respecto de las vencidas, si el incumplimiento del concursado invocado como causa de vencimiento anticipado fuere anterior a la declaración de concurso, el crédito del acreedor cumplidor se incluirá en éste como crédito concursal; si fuere posterior, se satisfará con cargo a la masa y, en todo caso, comprenderá el resarcimiento de daños y perjuicios.

La remisión legal a “lo establecido” en el art. 62.4 LC ha de entenderse referida, en una correcta hermenéutica, a las consecuencias jurídicas contempladas en esta norma, porque los supuestos de hecho no son exactamente coincidentes. En efecto, el art. 62.4 LC prevé un supuesto concreto: “acordada la resolución del contrato”, que, en el contexto del artículo y en relación sistemática con los apartados anteriores, no aplicables al caso de los ACC, se refiere al “acuerdo” judicial estimatorio de la acción de resolución por incumplimiento ejercitada en incidente concursal ante el juez del concurso. Aquí, el supuesto es distinto, porque necesariamente la frase introducida por la Ley 16/2009 en el último inciso del párrafo segundo del apartado 2 del artículo decimosexto del RD-L 5/2005, “si el acuerdo fuese resuelto” ha de interpretarse referido a la declaración de vencimiento anticipado del ACC formulada unilateralmente por la parte cumplidora, sin necesidad de ejercicio de acción alguna ni, en consecuencia, de pronunciamiento judicial. De ahí derivan las consecuencias jurídicas a las que el nuevo párrafo segundo del apartado 2 del artículo decimosexto del RD-L 5/2005 se remite.

También queda claro de la remisión hecha a concretos preceptos de la LC en la disposición final octava de la reciente Ley 16/2009, que no se aplica a los ACC el resto de lo dispuesto en los arts. 61 y 62 LC sobre vigencia y resolución de los contratos; concretamente, que se excluyen las normas contenidas en los párrafos segundo y tercero del art. 61.2 y en los tres primeros apartados del 62. Por tanto, no procede la acción resolutoria judicial ni entra en las facultades del juez del concurso su declaración ni el cumplimiento del ACC vencido anticipadamente, ni su rehabilitación, aparte de que en este caso no se dan los supuestos del art. 68 (el ACC no es un contrato de crédito a favor de una de las partes, sino de ambas, o de crédito recíproco).

La regulación de los ACC en el RD-L 5/2005 se introdujo como “reforma urgente” para incrementar la productividad de la economía española en el marco de la UE, mejorar la eficiencia y la competitividad de los mercados financieros, “atenuar sus riesgos”, en la indispensable labor de canalizar el ahorro hacia la inversión productiva (Preámbulo I).

Estos objetivos de política jurídica expresados en la motivación del RD-L tienen un indiscutible valor hermenéutico, en cuanto ayudan a descubrir el espíritu y la finalidad de las normas y, en consecuencia, a interpretarlas conforme al criterio teleológico que resalta el art. 3.1 del C.c.

Y la parte expositiva de la disposición que venimos examinando es muy explícita al describir sus razones de política jurídica. Así, a los motivos antes transcritos, añade (II) que no se trata sólo de trasponer adecuadamente las directivas comunitarias en su función armonizadora, sino también de “eliminar aquellos requisitos, trabas o costes que puedan perjudicar la competitividad del sector financiero”, preservando la seguridad jurídica necesaria para garantizar la confianza de los inversores en los mercados financieros y de quienes operan en ellos. Y, en esa línea, se justifica la ordenación y sistematización de la normativa vigente aplicable a los ACC y la determinación “de los efectos derivados de las disposiciones de insolvencia sobre dichos acuerdos”. Una omisión en esta materia colocaría a nuestras entidades de crédito en posición desventajosa en la competencia con las de otros Estados. Se pretende, pues, alinear el régimen de los ACC con el vigente en ese ámbito territorial⁽⁶⁾.

6. La Ley 36/2007, de 16 de noviembre, de modificación de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, y su desarrollo reglamentario

La Ley 36/2007, de 16 de noviembre, modifica la Ley 13/1985. Su desarrollo por el RD 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, culmina el proceso de adaptación de la legislación española de entidades de crédito a las Directivas Comunitarias 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, y 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006.

El referido RD 216/2008 regula, entre otros extremos, la incidencia, en el valor de exposición de instrumentos derivados, de los efectos producidos por contratos de novación y otros acuerdos de novación (art. 20.2).

Por su parte, el art. 47 RD 216/2008, dispone que “en los términos y con los requisitos que determine el Banco de España, las entidades de crédito podrán utilizar como técnicas de reducción del riesgo de contraparte los acuerdos de compensación contractual siguientes: contratos bilaterales de novación entre una entidad de crédito y su contraparte, otros acuerdos bilaterales de compensación entre la entidad de crédito y su contraparte y acuerdos de compensación contractual entre productos”.

⁽⁶⁾ Sobre el RD-L 5/2005, v. SANJUAN, *op. cit.*; MANZANARES, A., “Garantías de operaciones financieras, situaciones concursales y acciones de reintegración: a propósito de una reciente sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona sobre el RD-L 5/2005”, en *La Ley*, n.º 7109, 2009; CAÑA-BATE, “Compensación de créditos y entidades financieras en el concurso de acreedores”, en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 8, 2008, pp. 355 y ss.; DÍAZ, E. y RUIZ BACHS, “Reformas urgentes para el impulso a la productividad: importantes reformas y algunas lagunas”, en *La Ley*, n.º 6240, 27 abril 2005, pp. 1908 y ss.

7. La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, de modificación de la ley del mercado de valores

La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, modifica la LMV, para incorporar las Directivas 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativas a los mercados de instrumentos financieros; la 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva, y la 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

La primera de las Directivas traspuestas obliga a una importante modificación de la LMV, concretamente en su título I, *Disposiciones generales*, para incorporar, según lo previsto en sus Considerandos, un nuevo catálogo de valores negociables e instrumentos financieros. Su artículo único.Dos da nueva redacción al art. 2 de la LMV. Como el artículo quinto.2.c) RD-L 5/2005 considera “operaciones financieras” las “realizadas sobre los instrumentos financieros previstos en el párrafo segundo del artículo 2” de la LMV, la modificación de ésta afecta a aquél, y la remisión ha de entenderse hecha, en línea con la doctrina existente en esta materia, al nuevo texto del art. 2 de la LMV, concretamente a sus apartados 2 a 8, que establecen un catálogo de instrumentos financieros organizado conforme a nuevos criterios. En efecto, los instrumentos financieros contenidos en ese nuevo catálogo pueden entenderse comprendidos en el ámbito de aplicación delimitado por el párrafo 2 del art. 2 de la LMV, en su redacción anterior a la reforma operada por la Ley 47/2007, a la que literalmente se remite el citado artículo quinto.2.c), RD-L 5/2005. Precisamente, esta línea se ha seguido por la Circular del Banco de España 3/2008 al determinar las operaciones sobre las que se pueden aplicar los ACC como técnica de reducción del riesgo de contraparte.

8. Las Circulares del Banco de España

Lógicamente, esta regulación legal ha sido recogida y desarrollada en sucesivas Circulares del Banco de España (CBE).

Las Circulares tienen en nuestro Ordenamiento jurídico el valor normativo que les reconoce la vigente Ley 13/1994, de 1 de junio, de autonomía del Banco de España (LBE) en su art. 3. Además de las específicas “Circulares monetarias”, el Banco de España puede dictar, “para el adecuado ejercicio del resto de sus competencias”, las disposiciones precisas (“Circulares”) “para el desarrollo de aquellas normas que le habiliten expresamente al efecto”. Estas Circulares serán publicadas en el BOE y entrarán en vigor conforme a lo previsto en el art. 2.1 del C.c. La LBE establece los trámites preceptivos de su elaboración (art. 3.2), la competencia del Consejo de Gobierno del Banco de España [art. 21.1.d)] y la posibilidad de su impugnación directa ante la Sala de lo Contencioso-administrativo de la Audiencia Nacional (art. 3.2, párrafo segundo).

Como precedente, hay que señalar que ya la Ley 26/1988, sobre Disciplina e intervención de las entidades de crédito, incluye entre las “normas de ordenación y disciplina”, junto a las leyes y las disposiciones administrativas aprobadas por órganos del Estado o, en su caso, de Comunidades Autónomas con competencia en la materia, las CBE (art. 1.5).

La CBE 5/1993, de 26 de marzo, de determinación y control de los recursos propios de las entidades de crédito, fue modificada posteriormente por las Circulares 12/1993, de 17 de diciembre; 2/1994, de 4 de abril; 6/1994, de 26 de septiembre; 12/1996, de 29 de noviembre; 3/1997, de 29 de abril; 5/1998, de 29 de mayo; 10/1999, de 17 de diciembre; 3/2003, de 24 de junio; 3/2004, de 23 de julio; 3/2005, de 30 de junio; 2/2006, de 30 de junio; 2/2008, de 25 de enero, hasta la vigente 3/2008, de 22 de mayo.

Como establece la CBE 3/2008, en su norma septuagésima séptima, los ACC constituyen una “técnica de reducción del riesgo de contraparte”, siempre que cumplan, como primer requisito, el de que en su virtud “se cree una única obligación jurídica que abarque todas las transacciones incluidas en él y por el que, en el caso de que una contraparte no sea capaz de responder por causa de incumplimiento, concurso o liquidación, u otra circunstancia similar, la entidad tenga el derecho a recibir o la obligación de pagar únicamente la suma neta de los valores positivos y negativos valorados a precio de mercado de las distintas transacciones incluidas”.

Es ese efecto esencial de los ACC que cumplen con los requisitos de la CBE 3/2008, el que justifica la ponderación reductora del riesgo de las entidades de crédito en estas operaciones, a fin de determinar el *coeficiente de solvencia*; esto es, la relación entre los recursos propios y los importes de las operaciones sujetas a riesgo. La regla del coeficiente de solvencia, fundamental en el régimen jurídico de las entidades de crédito como garante de su buen funcionamiento, refleja así la inmunidad de estas operaciones frente a los efectos que la declaración de insolvencia de la contraparte puede producir sobre el ACC.

El efecto “inmunizador” frente a los efectos del concurso preside la normativa de los ACC. Recuérdese que en atención a él y al mecanismo de la compensación pactada con el resultado de un único crédito/deuda entre las partes en caso de vencimiento anticipado, los ACC permitieron reducir el cómputo de las operaciones por ellos cubiertas a efectos del coeficiente de solvencia de las entidades de crédito, consecuencia lógica de la disminución del riesgo operada en virtud de su régimen normativo.

La CBE 3/2008, según su Preámbulo, constituye el desarrollo final, en el ámbito de las entidades de crédito, de la legislación sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras dictada a partir de la Ley 36/2007, de 16 de noviembre, por la que se modifica la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficiente de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero y que comprende también el RD 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras. Con ello se culmina también el proceso de adaptación de la legislación española de entidades de crédito a las directivas comunitarias 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito a

su ejercicio (refundición) y 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito (refundición).

9. Los efectos de la declaración de concurso y la compensación

El régimen jurídico de los ACC afronta la cuestión que plantea el tema de la compensación en los procedimientos concursales, un viejo problema al que el autor de este trabajo dedicó un artículo doctrinal hace más de medio siglo⁽⁷⁾.

El problema planteado se enunciaba en estos simples términos:

“¿Puede el deudor del quebrado que a la vez sea acreedor del mismo compensar hasta la cantidad concurrente su deuda con su crédito? Este es, en pocas palabras y expuestas llanamente, el problema que se intenta resolver. Dos soluciones cabe dar, y se han dado a la pregunta abierta con esas palabras: 1.^ª El deudor-acreedor, como deudor debe pagar íntegramente y como acreedor cobrará en moneda de quiebra. 2.^ª El deudor-acreedor puede compensar deuda y crédito hasta la cantidad concurrente: si la deuda es superior al crédito, pagará efectivamente el excedente, y si el crédito es superior a la deuda, cobrará la diferencia en moneda de dividendo, según la Ley de quiebra.

Estas dos posibles soluciones al problema han sido efectivamente mantenidas en la doctrina española que se ha ocupado del mismo. Una posición negativa, que hemos llamado clásica, adopta la solución que acabamos de señalar con el número 1, justificada con argumentos deducidos de los principios generales en materia de quiebra o de compensación, sobre la base de que nuestro derecho positivo no resuelve expresamente el problema. Así, se aducen argumentos como el de la indisponibilidad de los bienes del activo, o el del principio fundamental de la *par conditio creditorum*, para fundamentar esta posición que sostiene la no admisibilidad de la compensación de créditos y deudas del quebrado después de la declaración de la quiebra.

Frente a esta postura, como decimos, se ha mantenido en España recientemente la contraria, la que dejamos señalada con el número 2, que en definitiva viene a aceptar la compensación de las deudas y créditos que una misma persona tenga frente al quebrado en el momento de la declaración de la quiebra.

Fundamentándose también en principios que se estiman generales en materia de compensación o de quiebra, y aduciendo además razones de equidad, este sector de nuestra doctrina propugna una solución que es precisamente la que ha venido a dar al tema el matiz polémico que le adjudicábamos en las primeras líneas de este trabajo”.

(7) V. OLIVENCIA, M., “La compensación en la quiebra y el artículo 926 del Código de Comercio”, en *Anuario de Derecho Civil*, 1958, III, pp. 805-848; y en *Escritos Jurídicos*, IV, Sevilla, 2005, §105, pp. 471-524.

En la jurisprudencia recogida en el artículo citado, es interesante destacar hoy la del Tribunal Supremo de 10 de diciembre de 1941, contraria a la compensación en la suspensión de pagos, pero admitiendo la “más o menos propia que es peculiar del contrato de cuenta corriente en sentido estricto y que puede operar también en determinadas situaciones contractuales análogas que crean las prácticas bancarias, toda vez que la suspensión, al producir el cierre de la cuenta, provoca la fijación de un saldo líquido que actúa a modo de compensación entre los créditos y débitos yacientes bajo las partidas del debe y del haber”.

Concluía el artículo citado con la afirmación de que la compensación recogida en el art. 926 C. de c. (socios acreedores y deudores de la sociedad quebrada) era una excepción a la implícita regla general de la no admisibilidad de la compensación en el Derecho español de la época⁽⁸⁾.

Con la LC, esa regla se ha hecho explícita en el art. 58 (*Prohibición de compensación*), en el que, por vez primera en el Derecho español, se regula expresamente el tema, y que sólo admite la compensación cuando sus requisitos hubieran existido con anterioridad a la declaración de concurso⁽⁹⁾.

Frente al régimen común de la LC, se establece en nuestro Ordenamiento jurídico el especial de los ACC que examinamos en el presente artículo.

Recientemente, en la doctrina española⁽¹⁰⁾ se ha mantenido que los ACC excluyen la aplicación del art. 58 LC, en los términos del RD-L 5/2005. La especialidad se justifica en el sector financiero, en el que la compensación se halla en la razón misma de algunas operaciones, sobre todo cuando cumplen una función de garantía o de seguridad del tráfico, como mecanismo de protección del mercado⁽¹¹⁾.

(8) V. la bibliografía de la época, citada en este trabajo: contra la admisión de la compensación en la quiebra, se manifestaban GARRIGUES, POLO, DE BUEN y RUBIO, a favor GONZÁLEZ PALOMINO y URÍA.

(9) V. BERMEJO, en *Comentario de la Ley Concursal*, dir. ROJO y BELTRÁN, I, Madrid, 2004, pp. 1084 y ss., con referencia a los acuerdos de *netting* y a la “liquidación bilateral por compensación o *close out netting*”, especialmente, pp. 1092 a 1097; MAIRATA, en *Comentarios a la Legislación Concursal*, dir. PULGAR, ALONSO UREBA, ALONSO LEDESMA y ALCOVER, I, Madrid, 2004, pp. 709 y ss.; DOMÍNGUEZ LUELMO, en *Comentarios a la Legislación Concursal*, dir. SÁNCHEZ-CALLERO, J. y GUILARTE, V., I, Madrid, 2004, pp. 1077 y ss., donde, entre las excepciones a la prohibición, se considera la prevista en la disposición adicional décima de la Ley 37/1998, de reforma de la LMV, especialmente p. 1092; TRUJILLO, en *Comentarios a la Ley Concursal*, dir. BERCOVITZ, R., I, Madrid, 2004, pp. 624 y ss., con referencia a la compensación de los créditos llevados en cuenta corriente mercantil, especialmente pp. 640 y ss.; HERRERO y TOLEDO, en *Derecho Concursal Práctico*, coord. FERNÁNDEZ BALLESTEROS, Madrid, 2004, pp. 307 y ss.; VILA, en *Comentarios a la Ley Concursal*, coord. SAGRERA, SALA y FERRER, I, Barcelona, 2004, pp. 619 y ss.; CORDÓN, en *Comentarios a la Ley Concursal*, dir. CORDÓN, Cizur Menor, 2004, pp. 464 y ss.

(10) V. CAÑABATE, R., “Compensación de créditos y entidades financieras en el concurso de acreedores”, *op. cit.*

(11) V., en análogo sentido, PEÑAS, M.ª J., “La compensación contractual financiera como regla general”, en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 8, 2008, pp. 341 y ss.

En definitiva, la relación entre compensación y procedimientos concursales se reconduce jurídicamente a una cuestión de tiempo, de aplicación de las normas según el momento en que se produzca la compensación, lo que explica la diversidad de soluciones según sea ese momento anterior a la declaración de concurso (o apertura del procedimiento concursal de que se trate, quiebra, suspensión de pagos...), caiga dentro de la retroacción (en los regímenes que la imponen), coincida con el de declaración de concurso o apertura del procedimiento (por vencimiento anticipado), o acaezca con posterioridad a éste.

La LC, que ha suprimido la retroacción y el vencimiento anticipado, sólo reconoce la compensación producida con anterioridad a la declaración de concurso (art. 58 LC), salvo lo previsto en el art. 205 LC, en el que se plantea una cuestión de aplicación de leyes en el espacio, y se reconoce la compensación cuando así lo admita la ley nacional reclamada por la norma de conflicto para uno de los créditos concurrentes.

Es esa diversidad de soluciones en los Derechos nacionales, tanto en la admisión o no de la compensación en el concurso como en sus condiciones jurídicas de tiempo y espacio, la que lleva a las Directivas comunitarias a armonizar los distintos ordenamientos de los Estados miembros en el tema que nos ocupa, para excluir la aplicación de las normas concursales comunes y salvaguardar la especialidad de un régimen propio de los ACC, basado en la declaración de vencimiento anticipado inmune a los efectos concursales, que ningún Estado miembro puede excluir ni alterar.

10. Los aspectos de los acuerdos de compensación contractual en el Derecho bancario, en el concursal y en el del mercado de valores

En suma, los denominados ACC penetran en el Ordenamiento jurídico español a través del Derecho bancario o de las entidades de crédito, como instrumento de disminución de riesgo de contrapartida que comporta una ponderación reductora del coeficiente de solvencia; pero esa acogida en el Derecho bancario no es sino la consecuencia del efecto esencial que caracteriza a los ACC, esto es, su inmunidad frente a los efectos de la declaración de insolvencia de la contraparte, mediante el blindaje de que los dota nuestra legislación contra los efectos típicos de la declaración de concurso. Ahí radica la causa del específico tratamiento de estos ACC en el Derecho bancario, en gozar de un régimen jurídico *especial* en el ámbito del Derecho concursal.

Por tanto, si ese régimen especial se ignora o se atenúa, desaparece la *ratio* de la norma que otorga a los ACC la condición de instrumento reductor en la ponderación de riesgos a efectos del coeficiente de solvencia.

Se presentan así los ACC como figura *poliédrica* en sentido jurídico, por la pluralidad de aspectos que ofrece. De una parte, sin duda la principal de la figura, es para el Derecho concursal objeto de una regulación especial; de otra, por el objeto de los propios ACC, “las operaciones financieras relativas a instrumentos derivados”, la figura entra en la legislación del mercado de valores; finalmente, como instrumento de ponderación a efectos del coeficiente de solvencia de las entidades de crédito, su relevancia alcanza al Derecho bancario.

Ese carácter poliédrico de la figura jurídica de los ACC se refleja en nuestra legislación a través de su presencia en el Derecho bancario, en el del mercado de valores y en el concursal como legislación especial.

IV. DERECHO EXCEPCIONAL Y DERECHO NORMAL

El carácter de la disposición dictada en 11 de marzo de 2005, que venimos examinando, constituye un dato importante para la determinación de su alcance y, sobre todo, de su interpretación.

Hay que destacar, en primer lugar, que la disposición reviste la forma de RD-L, según expresa el último párrafo de su preámbulo, “en uso de la autorización concedida en el art. 86 de la Constitución”. En efecto; el art. 86.1 CE autoriza al Gobierno, “en caso de extraordinaria y urgente necesidad”, a “dictar disposiciones legislativas *provisionales* que tomarán la forma de Decretos-leyes”, salvo en aquellas materias que el propio precepto constitucional enuncia, ninguna de las cuales se presenta en este caso. El preámbulo del RD-L 5/2005 fundamenta la “extraordinaria y urgente necesidad”, por cuanto afecta al ámbito financiero, en el grave riesgo de “deslocalización” de operaciones hacia mercados con condiciones más favorables y en el carácter “indispensable” de las medidas para impulsar la competitividad y la eficiencia.

Mas el carácter de “extraordinaria y urgente necesidad” de las medidas legislativas dictadas no basta para conferir a sus normas la calificación de “Derecho excepcional”, por contraposición al “normal” o “regular”. No estamos aquí en presencia de un Derecho “ocasional”, que regule una situación de carácter anómalo y transitorio, y lo haga con normas que participen también de ese carácter. El Derecho de la economía de guerra, o el dictado con ocasión de catástrofes o crisis, tiene carácter excepcional y transitorio, mientras dure la situación, también excepcional y transitoria, para la que se dictó. Las *moratorias* constituyen el ejemplo paradigmático de estas medidas excepcionales y transitorias. De esa calificación deriva la prohibición de que las normas excepcionales se interpreten extensivamente y por analogía (art. 4.2 del C.c.).

Pero el hecho de que las normas dictadas en virtud de un RD-L respondan a situaciones de extraordinaria y urgente necesidad no les confiere por esa sola circunstancia la categoría de normas de Derecho excepcional. Es cierto que la necesidad que justifica el recurso del Gobierno a la figura del RD-L ha de ser “extraordinaria y urgente”; la primera calificación hace referencia a la entidad de la situación, a su gravedad y trascendencia para los intereses en cuestión; la segunda, a la categoría *tiempo*, a la prisa en la adopción de las medidas normativas exigidas por aquella situación. Pero nada se deduce de esos caracteres respecto de la transitoriedad o provisionalidad de las normas; antes al contrario, éstas se dictan con evidente vocación de permanencia en nuestro Ordenamiento jurídico, cualquiera sea la duración de la necesidad extraordinaria y urgente que justificó su dictado.

El factor tiempo se pondera para justificar la urgencia en la adopción de las disposiciones legislativas; pero no para limitar la duración de las adoptadas. Es cierto

que la norma constitucional añade que éstas serán “provisionales”, pero la exigencia se interpreta en el sentido que señalan los siguientes apartados 2 y 3 del mismo art. 86 CE: la necesidad de su convalidación o derogación por el Congreso de los Diputados y la posibilidad de su tramitación como proyecto de ley, pronunciamientos que habrán de producirse dentro de los treinta días siguientes a la promulgación del RD-L. Mas, convalidado el RD-L, sus normas no tienen carácter “provisional” en cuanto a su eficacia en el tiempo.

La regulación del RD-L en la materia que venimos considerando, en concreto, en los ACC, aun contenida en un RD-L de “extraordinaria y urgente necesidad”, carece, pues, de carácter *excepcional* en el sentido propio de esta categoría normativa⁽¹²⁾, de manera que, para hallar el sentido de sus disposiciones, el intérprete puede utilizar los criterios hermenéuticos normales, sin verse constreñido por la exclusión de la analogía —ni, aún menos, de la interpretación extensiva, cuando proceda—, como resulta del art. 4.2 del C.c., antes citado.

V. DERECHO ESPECIAL Y DERECHO COMÚN

Clasificación muy distinta de la hasta aquí considerada es la que refleja el epígrafe. Mientras el Derecho común tiene el carácter de ordenación general de la vida social, y, por tanto, no delimita su propia materia, el Derecho especial la acota a determinadas relaciones, a las que resulta de aplicación preferente frente al común⁽¹³⁾.

Esta categoría de Derecho especial sí conviene a la regulación que el RD-L 5/2005 contiene de los ACC, en relación con la LC, que sería el Derecho *común* en materia de insolvencia. Así se deduce del carácter reconocido por la propia LC en su disposición adicional segunda, que lleva por epígrafe “Régimen especial aplicable a las entidades de crédito, empresas de servicios financieros y entidades aseguradoras”, referido (apartado 1) a la aplicación de “las especialidades que para las situaciones concursales se hallen establecidas en su legislación específica”, y que en su apartado 2, en la vigente redacción, considera a esos efectos *legislación especial*, bajo su letra j), el RD-L 5/2005 (capítulo II del título I), conforme al criterio establecido en la disposición adicional primera de éste (“Carácter de legislación especial”) y a la redacción dada a la adicional segunda LC por la tercera del propio RD-L.

Ese carácter de legislación especial viene delimitado en su alcance por los términos de la propia LC, y en la misma legislación especial, que establece el criterio definidor de su propia materia, señaladamente en este caso, en que la legislación especial es, además, posterior a la LC. Por ello, aunque una interpretación literal de la norma contenida en el primer párrafo de la disposición adicional segunda LC parecía reducir la aplicación preferente de la legislación especial a los casos de “concursos de

(12) V. DE CASTRO, *Derecho civil de España*, I, 3.ª ed., Madrid, 1955; reproducido ahora en *Derecho civil de España*, I, Cizur Menor, 2008, pp. 112-113.

(13) V. DE CASTRO, *ibidem*, p. 111.

entidades de crédito”, asimiladas y otras enunciadas en la norma, resulta aplicable a cuantas “situaciones concursales se hallen establecidas en su legislación específica”, como el tenor literal de ésta añade a continuación y como ha venido a expresar el apartado 3 de la misma disposición transitoria, añadido por la tercera de la Ley 36/2003, de 11 de noviembre, que extiende su aplicación “con el carácter subjetivo y objetivo” previsto en la legislación especial, en particular, a “las operaciones relativas a instrumentos derivados”. Así, el carácter especial de las medidas legislativas contenidas en el capítulo II del título I del RD-L no sólo regirá en caso de concurso de una entidad de crédito, u otras de las enunciadas en la disposición adicional segunda.1 LC, sino en todo su ámbito de aplicación, tal como lo delimita el artículo tercero del RD-L y para el contenido de los ACC define su artículo quinto, con los efectos de *liquidación anticipada* que marca el decimosexto.

Si atendemos al tenor literal del último de los preceptos citados, los efectos propios de la declaración de vencimiento anticipado, resolución, terminación, ejecución o equivalente de las operaciones financieras realizadas en el marco de un ACC no podrá verse limitada, restringida ni afectada por un procedimiento concursal, cualquiera que sea la parte del ACC “que se halle” en esta situación (apartados 1 y 2).

Estamos, pues, en presencia de un Derecho concursal *especial*, que, dentro del ámbito delimitado por sus propias normas, es de aplicación preferente, en cuanto excluye, respecto de las materias objeto de regulación especial, a las normas comunes de la LC. Sólo en defecto de normas especiales se aplicarán como supletorias las de la LC, conforme al criterio que para el Derecho común establecen los arts. 4.3 del C.c. y 2.º, párrafo primero, C. de c.

Las normas especiales son de aplicación *preferente* a su propia materia y, en este sentido, *excluyentes* de las comunes, que resultan desplazadas por aquéllas.

VI. EL RÉGIMEN JURÍDICO DE LOS ACUERDOS DE COMPENSACIÓN CONTRACTUAL (ACC)

1. Naturaleza jurídica

La naturaleza jurídica de los ACC debe calificarse partiendo del concepto que, por definición de su contenido y de sus efectos, se deduce de los artículos quinto y decimosexto del RD-L 5/2005 y de las Normas septuagésima sexta y septuagésima séptima de la CBE 3/2008, actualmente en vigor.

Cada ACC es un contrato, en sentido propio. En nuestro Derecho positivo se le denomina “Acuerdo” y se reserva el adjetivo “contractual” para calificar a la compensación que se considera su efecto esencial; pero ninguna duda puede haber acerca del carácter de contrato que tiene tal acuerdo, en el sentido del art. 1254 del C.c.

La elección de un *nomen iuris* por el legislador para denominar una figura jurídica no garantiza el acierto ni la exactitud de la designación, máxime cuando, como en este caso, se trata de la traducción al español de una expresión redactada originariamente en otra lengua (*contractual netting agreement*, en inglés; *convention de compensation*, en francés).

La voz “Acuerdo” que inicia el sintagma aquí examinado, no puede descartar su propia naturaleza de contrato, aunque en la terminología jurídica se emplee para significar aquellos negocios jurídicos en los que las declaraciones de voluntad de las partes no son distintas (“compro” y “vendo”, en el contrato de compraventa, por ejemplo) sino coincidentes en su contenido (todos los fundadores quieren constituir una sociedad, por ejemplo). En ese sentido, las partes en un ACC coinciden en la voluntad de someter otras relaciones en las que también son partes a una normativa única que lleve, en el momento de su vencimiento, a crear una sola obligación, a cargo de quien resulte deudor y a favor del acreedor, consistente en el pago del importe neto que arroje la liquidación de aquellas relaciones incluidas en su marco.

La voluntad de las partes es coincidente y, por ello, las declaraciones que forman el consentimiento son de idéntico contenido, aunque sus consecuencias futuras puedan resultar favorables para una y gravosa para la otra.

Y, como veremos, tampoco la denominación “compensación contractual” ha de significar que nos hallamos ante una verdadera “compensación”, en el sentido propio jurídico de causa de extinción de las obligaciones, y de naturaleza convencional.

Se trata de un *contrato bilateral*, en el que, al menos una de las partes está incluida en alguna de las categorías enunciadas en el artículo cuarto.1.a) a d) RD-L 5/2005. A los efectos del presente trabajo, contemplaremos exclusivamente los ACC entre una entidad de crédito [artículo cuarto.1.c) RD-L 5/2005] y una contraparte no incluida en las letras a) a d) del artículo 4.1 RD-L, por lo que carece de interés entrar en la cuestión de si los elementos subjetivos enunciados en el artículo cuarto del RD-L constituyen requisitos estructurales para la existencia de un ACC o presupuestos para su ponderación a efectos de cálculo del coeficiente de solvencia.

El ACC es un contrato *de duración*, de vencimiento futuro en el tiempo, creador de una relación jurídica duradera, distinta de aquellas incluidas en su objeto.

Es un contrato *nominado*, dotado de denominación propia en el Derecho positivo español, aunque su nombre, importado por traducción de las directivas comunitarias, no sea muy afortunado en la terminología española.

Pero es, también, un contrato *típico*, en cuanto descrito sustancialmente en el Derecho positivo español, el cual reconoce la función económico-social que realiza, la finalidad que persigue, y regula sus efectos. En otras palabras, creemos que, al menos a partir del RD-L 5/2005, que “ordena y sistematiza la normativa vigente aplicable a los ACC” (preámbulo II y artículo segundo de esta disposición) y regula los sujetos (artículo cuarto), el contenido (artículo quinto) y su liquidación anticipada (artículo decimosexto), nuestro Ordenamiento jurídico reconoce este tipo de acuerdos e identifica la *causa* del ACC; de no ser así, no se explicaría que el Derecho positivo español estableciese un *régimen legal* para estos acuerdos y, además, otorgase a ese régimen la

categoría de legislación *especial*, distinta de la común, con efectos que se apartan radicalmente de los establecidos por ésta⁽¹⁴⁾.

2. Objeto

La construcción del concepto legal de ACC ha de comenzar por su *objeto*. Se trata de una relación jurídica contractual que tiene por objeto *operaciones financieras*. El artículo quinto RD-L 5/2005 señala que éstas se realizan “en el marco de un ACC o en relación con él” y en él se incluyen (“todas las operaciones *incluidas* en dicho acuerdo”).

El RD-L utiliza el término *operaciones*, más propio de la Economía que del Derecho, y considera tales las “realizadas sobre los instrumentos financieros previstos en el párrafo segundo del artículo 2 de la Ley 24/1988” (LMV), remisión que ya advertimos debe hacerse ahora a la redacción dada a ese artículo por la Ley 47/2007, que ha cambiado su estructura. El actual art. 2 de la LMV enuncia los instrumentos financieros comprendidos en su ámbito, en cuyo apartado 1 se incluyen los *valores negociables* y en los 2 a 8 los distintos tipos de *contratos e instrumentos financieros derivados*.

La CBE 3/2008, Norma septuagésima séptima, denomina *transacciones* a las incluidas en el ACC. Se trata también de un término económico. No ha de tratarse necesariamente de contratos; lo esencial es que sean relaciones patrimoniales de duración de las que nazcan o puedan nacer créditos y obligaciones recíprocas entre las partes. Quienes lo son en el ACC lo son también en las relaciones que se incluyen en su objeto y, en consecuencia, resultan titulares activos o pasivos de los correspondientes créditos o deudas, lo que significa la existencia entre ellos de flujos patrimoniales de distinto signo, en cada caso positivo para uno y negativo para el otro.

3. Causa. Contrato normativo

El efecto perseguido por las partes a través del ACC es que, producido su vencimiento anticipado, se opere la sustitución de la pluralidad de créditos/deudas recíprocos por una sola obligación, cuyo objeto único sea el saldo neto que arroje la liquidación del ACC por suma algebraica de los importes de los flujos.

Esa es la finalidad práctica del ACC, que desde una concepción *objetivista* podemos considerar *causa del contrato* y razón de su protección por el Ordenamiento jurídico. Y, en efecto, tal ha sido la razón de su reconocimiento legal en nuestro Derecho, que ha considerado merecedora de tutela esa finalidad y, en definitiva, digno de tutela el negocio jurídico que sirve de instrumento para su consecución. La regulación legal de esta figura, de su concepto y de sus efectos, demuestra que el Ordenamiento español valora como legítimos los resultados que persiguen las partes del ACC.

(14) Con anterioridad al RD-L 5/2005, negaban al ACC el carácter de contrato típico IGLESIAS, J.L. y MASSAGUER, J., “Acerca de determinados efectos de los acuerdos de compensación contractual o acuerdos de *netting*”, en *RDM*, n.º 231, 1999, pp. 127 y ss., especialmente, 129.

De la naturaleza de su causa deriva la calificación del ACC como contrato normativo⁽¹⁵⁾. El ACC regula las operaciones financieras que se realicen en su marco y constituyen su objeto. Los créditos y deudas nacidos de éstas pasan a convertirse en partidas de signo positivo o negativo, sumandos y sustraendos determinantes del saldo al tiempo de su liquidación. Y el pago del saldo constituye una obligación única, que abarca y sustituye a las anteriores, exigible, y cuya causa no deriva de la que tuvieron las relaciones incluidas en su objeto, sino que es la propia del ACC.

4. Relaciones con el contrato de cuenta corriente

Hay que señalar que la instrumentación de este contrato, al menos en sus aspectos contables, se asimila a otro que en nuestro Ordenamiento jurídico sigue siendo *atípico*, aunque nominado y dotado de indiscutible tipicidad social y reconocimiento jurisprudencial: el llamado *contrato de cuenta corriente*. Expresamente lo considera así PÉREZ DE LA CRUZ⁽¹⁶⁾, quien incluye en el contrato de cuenta corriente los ACC, “aunque para un ámbito limitado, cual es el que incide en el mercado financiero”. Se refiere el autor a la disposición adicional 10.^a de la Ley 37/1998, sobre reforma de la Ley 24/1988, LMV, aunque critica severamente la redacción y la terminología del precepto⁽¹⁷⁾.

El efecto característico de su reconducción a un saldo neto resultante de la liquidación al vencimiento y, por tanto, la pérdida de exigibilidad de las partidas es común a estas figuras. A los efectos del presente trabajo, resultaría estéril ir más allá en la calificación de los efectos en una y otra figura, lo que supondría entrar en el debate doctrinal de si los créditos y deudas entre las partes pierden su individualidad al convertirse en partidas del ACC o de la cuenta corriente, o sólo su exigibilidad, y si el saldo es el neto resultante de una simple operación aritmética de “liquidación por diferencias”, o fruto de una verdadera compensación convencional como causa de extinción de las obligaciones.

En la doctrina española, mantuvo GARRIGUES⁽¹⁸⁾, que la definición del contrato debía hacerse por sus efectos, y que en el de cuenta corriente éstos consistían esencialmente en “la *fusión* de todos los créditos en un crédito único resultante del saldo final”. De ahí, deducía la “pérdida de la *individualidad* de los créditos como resultado de su transformación en simples asientos contables *no exigibles*, que “integran una cuenta única —crisol en que se funden—, la cual arrojará en el momento de su cierre el saldo exigible”.

(15) Cfr. DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos del Derecho civil patrimonial*, I, 6.^a ed., Cizur Menor, 2007, pp. 433 y ss.

(16) *Lecciones de Derecho Mercantil*, 6.^a ed., Cizur Menor, 2008, p. 644.

(17) También, CAÑABATE, A., *op. cit.*, p. 361, atribuye al ACC “una estructura similar al contrato de cuenta corriente”.

(18) *Curso de Derecho Mercantil*, II, ya en su 1.^a ed., Madrid, 1940, pp. 105 y ss.

La descripción de esos efectos es perfectamente aplicable al tema objeto de este trabajo, el ACC, así como la afirmación de su naturaleza de *contrato normativo*, en cuyo objeto se incluyen “las prestaciones recíprocas o mutaciones patrimoniales acaecidas” (*remesas*) nacidas de otro contrato.

En suma, GARRIGUES calificaba el efecto de este contrato de *novatorio*, porque en el momento del cierre de la cuenta, el saldo, fijado mediante una simple operación aritmética de hallar la diferencia entre las partidas del Haber y del Debe, sustituye a todos los créditos inscritos en ella, dando origen a un nuevo crédito distinto de aquéllos, por su *causa* jurídica y su *cuantía*. Por ello, negaba el maestro que se tratase de una *compensación* jurídica⁽¹⁹⁾.

Frente a esa doctrina, científica y jurisprudencial, otros autores reducen el efecto del contrato de cuenta corriente a la pérdida de exigibilidad de los créditos incluidos en la cuenta y a la compensación de los de signo opuesto. Para URÍA⁽²⁰⁾, el objeto del contrato de cuenta corriente son los créditos y deudas entre las partes, no las operaciones de las que proceden, y no pierden su individualidad, sino su *exigibilidad*, operándose al cierre una *compensación global y unitaria*, “cuando se fija el saldo por diferencia”, lo que supone *novación extintiva* de aquéllos, sustituidos por la obligación única de pago del saldo resultante de la liquidación⁽²¹⁾.

Una postura doctrinal diferente, con especial referencia al concurso, mantiene en España EIZAGUIRRE, J.M.^a⁽²²⁾, quien caracteriza a este contrato como “normativo o marco”, duradero, con funcionamiento y causa propia, critica la doctrina científica y jurisprudencial que ve en él una “recíproca concesión de crédito” (*Kedittheorie*, en las fuentes alemanas del siglo XIX, superada a partir del HGB de 1897) y distingue entre contrato de cuenta corriente y cuenta corriente bancaria, a la que este autor opone una “tesis unitaria”, que las engloba en un mismo concepto, y precisa sus efectos *obligatorios* (vincula a las partes a sujetarse a un régimen especial de liquidación simplificada de los créditos y prestaciones dimanantes de la relación negocial antecedente) y *dispositivos* (hace inexigibles e indisponibles los créditos, hasta su extinción conjunta por compensación), por lo que concluye que la finalidad del contrato no es sólo la principal de simplificar la satisfacción de los créditos incluidos en la cuenta, sino una función de *garantía* (los créditos quedan afectados a la satisfacción del saldo resultante a favor de una de las partes).

(19) En esencia, esta tesis se mantiene en las sucesivas ediciones del *Curso*, *cit.*; v. *Curso*, II, 6.^a ed., Madrid, 1974, pp. 41 y ss., con la colaboración de SÁNCHEZ CALERO, con cita de la jurisprudencia del Tribunal Supremo sancionando el efecto novatorio del contrato.

(20) *Derecho Mercantil*, 28.^a ed., Madrid, 2001, pp. 835 y ss.

(21) En análogo sentido, v. PÉREZ DE LA CRUZ, *op. et loc. cit.*

(22) V. *Cuenta corriente bancaria y cláusula “sin gastos”*, San Sebastián, 1978; “De nuevo sobre el contrato de cuenta corriente”, en *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Prof. Manuel Broseta Pont*, I, Valencia, 1995, pp. 985-1022; “La cuenta corriente en el concurso”, en *A.D. Concursal*, n.º 8, 2006, pp. 151-162.

Entiende EIZAGUIRRE que, en caso de concurso, bajo régimen de intervención de las facultades de administración y disposición del deudor, el contrato de cuenta corriente continuará, si así lo autoriza la administración concursal, en tanto permanezca la relación negocial; en otro caso, se extingue y el saldo se integra en la masa correspondiente del concurso. Por el contrario, este autor opina que en caso de suspensión de las facultades patrimoniales del concursado, la declaración de concurso extingue el contrato, provoca el cierre anticipado de la cuenta, los créditos recuperan su exigibilidad y “queda sin efecto la compensación”⁽²³⁾.

El tenor literal del artículo quinto.1 RD-L 5/2005 parece abonar para el ACC la primera de las tesis expuestas (GARRIGUES), aunque la terminología de la disposición, como ya se ha señalado, no sea muy precisa; pero las referencias a la “creación de una única obligación jurídica que abarque todas las operaciones incluidas...” y al “saldo neto del producto de la liquidación de dichas operaciones” sirven más de fundamento a la tesis de la pérdida de la individualidad de los créditos/deudas y de la “liquidación por diferencias”, aunque se denomine el acuerdo “de compensación contractual”. La adopción de tal tesis evita entrar en el problema de los requisitos de la compensación convencional como causa de extinción de las obligaciones (arts. 1195 y ss. del C.c.).

5. Pluralidad y unicidad en el objeto del acuerdo de compensación contractual

La relación entre los elementos que hemos considerado como *objeto* y *causa* del ACC plantea una cuestión *cuantitativa*, la del número de operaciones objeto del ACC necesario para la existencia (y subsistencia) de tal acuerdo.

El problema jurídico lo plantean los términos literales en que está redactado el artículo quinto.1 RD-L 5/2005, referidos a “un ACC” —en singular— y a “operaciones financieras” incluidas en su marco —en plural—. Una interpretación literalista del precepto pudiera llevar a la errónea conclusión de que se exige una pluralidad de “operaciones financieras”, en el sentido de las enunciadas en el apartado 2 del artículo citado, como requisito de existencia del ACC. Pero ni siquiera esa interpretación se deduce de la letra del precepto. Es cierto que en éste se emplea el plural (“operaciones financieras”), pero se trata de un plural genérico, que pretende describir el ámbito de lo que es susceptible de constituir objeto de un ACC, las “operaciones financieras”, y que, además, va seguido de una oración de relativo (“que se realicen en el marco de un ACC”). La norma no se aplica a todas las operaciones financieras, sino que reduce su ámbito a las que sean objeto de un ACC, que puede ser una sola. Y, sobre todo, la utilización del plural en la descripción del objeto posible de un negocio no significa nunca la exigencia de una pluralidad de objeto para la existencia del negocio.

⁽²³⁾ V., también sobre este tema, MOLL, *El contrato de cuenta corriente. Una concepción unitaria de sus diferentes tipos*, Bilbao, 1977; ROJO AJURIA, *La compensación como garantía*, Madrid, 1992; BERMEJO, N., “Prohibición de compensación (art. 58)”, en *Comentarios a la Ley Concursal*, dir. ROJO, A. y BELTRÁN, E., I, Madrid, 2004, pp. 1084-1102.

Los ejemplos podrían multiplicarse para demostrar esa utilización del plural en las normas; pero basten algunos tomados de nuestro C. de c.

Cuando el art. 239 dispone que “podrán los comerciantes interesarse los unos en las operaciones de los otros”, está utilizando el número plural tanto para referirse a las partes en el contrato de cuentas en participación como a su objeto, en un supuesto genérico, pero no exigiendo que sean varios los comerciantes cuenta partícipes, ni excluyendo que se trate de un único negocio, ni de un solo gestor.

El art. 281 prevé que el comerciante constituya “apoderados o mandatarios”; pero ningún intérprete ha concluido que debe hacerlo en número plural.

El art. 303.2.º requiere para que el depósito sea mercantil que “las cosas depositadas sean objetos de comercio”, pero no que el depósito haya de ser de más de uno; ni, en el mismo precepto, n.º 3.º, que se haga “como causa o a consecuencia de operaciones mercantiles”, de varias, cuando es evidente que basta con que lo sea de una sola.

El art. 311.2.ª exige para que el préstamo se reputé mercantil que “las cosas se destinaren a actos de comercio”; basta con que se trate de una cosa (en un préstamo comodato) y se aplique a un solo acto de comercio.

El art. 325 utiliza el plural genérico para definir la compraventa mercantil (“de cosas muebles”), pero no exige en cada contrato esa pluralidad.

El art. 349.1.º considera mercantil el transporte “cuando tenga por objeto mercaderías o cualesquiera efectos del comercio”, y bastará con la singularidad en uno u otro caso.

Baste este elenco de abundante prueba para demostrar que el plural, sobre todo cuando se refiere al objeto de un contrato, es descriptivo del género susceptible de serlo, pero en modo alguno exigencia de una pluralidad como requisito estructural de su existencia, validez o eficacia.

Este argumento puede servir también para apoyar esa conclusión interpretativa; no sería correcta la pauta hermenéutica que a la literal añade el art. 3.1 del C.c., la sistemática —“en relación con el contexto”—, porque, si bien el mismo RD-L ayuda poco en este caso, ya que su artículo decimosexto vuelve a utilizar el plural “operaciones financieras” en cada uno de sus tres apartados, el contexto de nuestro Derecho positivo no deja espacio a la duda.

Pero es el criterio de interpretación finalista o teleológica —al que, conforme al art. 3.1 del C.c., hay que atender “fundamentalmente”—, el decisivo para resolver la cuestión planteada.

Como hemos visto, la finalidad práctica perseguida por las partes a través de este cauce contractual y amparada por el Ordenamiento jurídico español como merecedora de tutela legal, es la sustitución de una *pluralidad* de créditos/deudas recíprocos por una sola obligación, a favor de la parte que resulte acreedora y a cargo de aquella que resulte deudora en virtud de la liquidación al vencimiento anticipado del ACC y de las operaciones contenidas en él. La pluralidad, por consiguiente, no se predica de las operaciones financieras incluidas en su objeto, sino de las “partidas”, “remesas” o

“flujos” de atribuciones patrimoniales que se produzcan entre las partes del ACC; en definitiva, de las obligaciones que se reconduzcan a una sola.

Por tanto, resulta indiferente que tal flujo se produzca a consecuencia de una pluralidad de operaciones financieras o de una sola, si ésta, de duración temporal, puede generar créditos/deudas recíprocos *inter partes*. La finalidad del ACC se cumple también en este caso, por lo que es improcedente la exigencia de un requisito de pluralidad en la relación jurídica que constituya su objeto, que ni viene impuesta expresamente por la norma ni deriva de la causa del contrato.

El art. 1275 del C.c. sanciona con ineficacia a los contratos sin causa o con causa ilícita, ilicitud que provoca su oposición a las leyes (imperativas) o a la moral. El ACC cuyo objeto sea una sola “operación financiera” tiene causa si la finalidad que persigue es reconducir a una sola obligación los créditos/deudas recíprocos entre las partes, aunque nazcan de una relación jurídica patrimonial *única*.

Esa singularidad, además, es la normal en los contratos de cuenta corriente a los que antes asimilábamos esta modalidad financiera. En el contrato de cuenta corriente lo esencial es que las partes se encuentren en una duradera relación de negocios de los que dimanen créditos alternativos, aunque esa relación sea jurídicamente unitaria (la llamada “relación principal”, o “antecedente”, por contraposición al carácter *accesorio, auxiliar* o *instrumental* del contrato de cuenta corriente). Es ejemplo paradigmático de esa *relación principal* que sirve de soporte al contrato de cuenta corriente el contrato de suministro, ya se trate de partes que asuman ambas el papel de proveedores, o de un proveedor y un cliente obligado a sucesivos pagos en dinero en contraprestación de las partidas recibidas. Es la pluralidad de prestaciones o atribuciones patrimoniales la que resulta esencial para la existencia del contrato de cuenta corriente. Ése sólo funciona si se produce el intercambio de prestaciones (*flujos*) generadoras de créditos/deudas. Por tanto, la exigencia de pluralidad no se refiere a la *relación principal*, normalmente singular, sino al flujo patrimonial que genera.

Por eso, como hemos visto en la doctrina citada sobre el contrato de cuenta corriente, se consideran objeto de éste los créditos y deudas, las recíprocas prestaciones o atribuciones patrimoniales, no los contratos de los que nazcan; por tanto, la pluralidad no se exige a la relación que dé origen a esos créditos/deudas, sino a las obligaciones que de ahí nazcan y, en definitiva, a los flujos patrimoniales que produzcan entre las partes.

Todo ello, con independencia de que, aunque el objeto del ACC sea un solo contrato de instrumentos financieros *derivados* (v. art. 2.1 a 8 de la LMV, opciones, futuros, permutas...), la pluralidad es intrínseca a la relación jurídica, porque se trata siempre de una combinación o composición financiera de diversas figuras contractuales básicas.

La unicidad de la operación financiera objeto del ACC puede darse originariamente, al momento de celebrarlo y pactar su contenido, o de forma sobrevenida, por extinción de otras operaciones inicialmente incluidas en él.

Pactar la inclusión en el ACC de una sola operación financiera no puede considerarse contrario a ley ni opuesto a la causa del contrato. Habiéndose tipificado en

nuestro Derecho esta figura contractual, para que se apreciase falta de causa sería necesario que el negocio careciese de algún elemento esencial en su estructura⁽²⁴⁾; pero la pluralidad de relaciones no es elemento esencial, sino la de atribuciones patrimoniales mutuas, aunque dimanen de una singular relación jurídica. El propósito negocial, o finalidad perseguida por las partes y que ampara el Ordenamiento jurídico, se da sí, aunque sea potencialmente, se disciplina la pluralidad de prestaciones para su reconducción a la unidad de un saldo neto, objeto de la obligación única a cargo de quien resulte deudor.

En definitiva, aunque el ACC tenga por objeto una sola operación financiera, su causa existe y es lícita si la finalidad es regular los créditos/deudas recíprocos que nazcan de esa relación y reconducirlos a una sola obligación, consistente en el saldo neto que resulte de su liquidación.

La unicidad de la operación financiera del ACC no desvirtúa, pues, el carácter de contrato normativo de éste, porque esa finalidad se cumple aunque se regule una sola relación jurídica que pueda dar origen a créditos/deudas y a los correspondientes intercambios patrimoniales.

Así, la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Barcelona, de 19 de noviembre de 2008, con independencia de la calificación que da al crédito en el concurso, admite un “contrato marco” cuyo objeto son “operaciones de *irs*”, de intercambio entre las partes, integradas en un mismo y único contrato de tracto sucesivo, en el que, llegado su vencimiento anticipado, todas las obligaciones pendientes se liquidan mediante una compensación de saldos positivos y negativos (*close-out netting*). Aunque se trataba de un único contrato de permuta financiera de intereses (*irs*), lo relevante es la pluralidad de “operaciones que el Juzgado no interpreta como contratos” sino en el sentido de atribuciones patrimoniales *inter-partes*⁽²⁵⁾.

Mas, incluso en el supuesto de que el ACC tenga como contenido una sola operación financiera de la que no nazcan obligaciones a cargo de ambas partes (créditos/deudas, respectivamente, en los flujos patrimoniales) sino de una sola de ellas, el ACC no sería nulo por falta de causa en tanto exista la posibilidad de que otras operaciones de las que emanen atribuciones patrimoniales de distinto y contrapuesto signo pasen a integrarse en su contenido. Las características del ACC como contrato normativo y de duración permiten que, aun naciendo con el contenido inicial de una sola operación financiera de la que no dimanen sino obligaciones a cargo de una parte, se considere válidamente celebrado si queda abierto a la integración en su marco de otra u otras operaciones que produzcan la pluralidad de flujos exigida por la causa del contrato; esto es, si permite que con posterioridad a su celebración se convengan a su amparo otras operaciones financieras que se integren en su contenido mediante la técnica de la denominada “confirmación”. En tanto subsista potencialmente la producción de ese

(24) DE CASTRO, *El negocio jurídico*, Madrid, 1971; reproducido ahora en *Derecho civil de España*, III, Cizur Menor, 2008, p. 231; sobre la función caracterizadora de la causa, v., también, pp. 116-167, y sobre su valor en los negocios típicos, pp. 202-203.

(25) V. Fundamentos Jurídicos Sexto y Décimo.

efecto durante la vida del contrato, ha de considerarse válido como ACC, siéndole de aplicación la regulación especial del RD-L 5/2005.

La unicidad de la operación objeto de ACC no puede considerarse, pues, contraria a ley imperativa ni en fraude de ésta. Para que exista fraude es necesario perseguir un resultado prohibido por el Ordenamiento jurídico o contrario a él (art. 6.4 del C.c.) y, en este caso, la finalidad propuesta es conforme a Derecho. Fraudulento sería el negocio si, exigiendo la Ley una pluralidad de operaciones financieras en el marco del ACC, las partes la simularan con el fácil recurso de incluir operaciones ficticias o patrimonialmente neutras, y así, encubrir que el verdadero objeto del ACC es una sola operación. Mas, como decimos, esa exigencia de pluralidad de operaciones no existe en nuestro Derecho.

Mención especial merece el supuesto, distinto del hasta aquí contemplado, de que, además de integrar en el contrato una sola operación con obligaciones a cargo de una sola parte, se haya acordado un pacto de unicidad, excluyente de la posterior integración de otras operaciones.

Mientras el ACC nace abierto a que su contenido se nutra de la pluralidad de operaciones, tendrá plena validez jurídica y producirá los efectos previstos en el RD-L 5/2005; pero, en el supuesto planteado en el párrafo anterior, el contrato no podrá beneficiarse del régimen especial establecido en esa disposición, sin perjuicio de que, en virtud del principio de autonomía de la voluntad que delimita el art. 1255 del C.c., sus cláusulas puedan ser plenamente válidas y eficaces.

6. Consideración del *swap* de intereses como objeto de un acuerdo de compensación contractual

A) Concepto y características del *swap* de intereses

Cuanto llevamos expuesto resulta aplicable y conforme a Derecho en el caso concreto del *swap* de intereses.

El *swap*, o permuta financiera, referido a tipos de interés (*irs*) tiene varias modalidades en la práctica: entre ellas, la permuta de tipo de interés fijo por tipo variable (*plain vanilla*); de tipo variable por tipo variable (*basis swap*); los *swap* con límites, que pueden ser de tipo fijo como límite superior a los tipos variables (*rate cap*) o como límite inferior (*floor-ceiling swap*), o con ambos (*collar* o *minimax floating rate swap*), de manera que si los tipos de interés variable se mueven dentro de esos límites, los pagos se realizan a ese tipo, pero cuando los superen se realizan a un tipo fijo pactado como mecanismo de estabilización de las oscilaciones de los variables.

Esta última modalidad es frecuente en la práctica y se suele incluir como operación única en un ACC relacionado con una operación principal de financiación o refinanciación, para evitar que la volatilidad de tipos variables altere gravemente el equilibrio patrimonial de ésta.

Jurídicamente, el *swap* se describe como un contrato atípico, consensual, aleatorio, bilateral, sinalagmático, con prestaciones recíprocas a cargo de ambas partes,

pagaderas en plazos determinados y, por tanto, de duración. Aunque se trata de un *contrato único* ⁽²⁶⁾, “genera diversas relaciones obligatorias”, es decir, obligaciones de pago en fechas determinadas, elemento suficiente para ser objeto de un ACC.

Característica del contrato de *swap* es que las prestaciones en que consisten las obligaciones asumidas por las partes no están determinadas en el momento de su conclusión, sino que son determinables en función de criterios establecidos por las partes por referencia a las oscilaciones futuras de tipos de interés, dentro de ciertos límites cuantitativos, “sin necesidad de nuevo convenio entre los contratantes” (art. 1273 del C.c.). Es el principio de *determinabilidad* del objeto del contrato, admitido en nuestro Derecho y que tiene expresión normativa en el art. 1448 del C.c. respecto del precio de la compraventa por referencia “a determinado día, bolsa o mercado”.

De esa remisión a criterios objetivos, pero inciertos en el momento de celebración del contrato, deriva el carácter *aleatorio* de éste, dentro de la categoría de los *onerosos*, precisamente porque las prestaciones en que consisten las obligaciones asumidas por las partes no están pecuniariamente determinadas al momento de celebración del contrato, sino que lo serán en función de acontecimientos futuros e inciertos, lo que comporta un riesgo, inherente a las fluctuaciones del mercado. Pero el *alea*, en el caso del *swap* de intereses, no consiste sólo en la determinabilidad de las prestaciones (lo que puede acaecer en contratos conmutativos, como la compraventa con precio referido a día, bolsa o mercado, en contraprestación de la obligación del vendedor) sino también en la determinación de la parte que resultará deudora y de la que resultará acreedora (como en el juego y en la apuesta, paradigmas clásicos de contratos aleatorios).

Ambas partes en el *swap* de intereses asumen el riesgo de ese resultado final, ignorado inicialmente, en el momento de celebrar el contrato, y en cuya virtud, el contrato bilateral deviene en contrato con prestación a cargo de una de las partes y a favor de la otra.

La Sentencia del Juzgado de 1.ª Instancia n.º 8 de Córdoba, de 30 de septiembre de 2005, señala acertadamente este componente de aleatoriedad del contrato de *swap* sobre tipos de interés.

Cuanto se afirma en este trabajo genéricamente para el *swap*, resulta de aplicación específica al *swap* de intereses (*irs*).

B) Diferencias entre las obligaciones nacidas del *swap* de intereses (*irs*) y las deudas de intereses

Además, el hecho de que cada contrato se pacte por referencia a tipos de interés como índice determinante de la cuantía de las obligaciones asumidas por las partes no significa que estas obligaciones puedan calificarse de “deudas de intereses”.

⁽²⁶⁾ V. VALENZUELA, F. y F.J., en *Derecho Mercantil*, coord. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, II, 13.ª ed., Barcelona, 2009, p. 465

La deuda de intereses es, por esencia, una obligación *accesoria* de otra principal que consiste en la devolución de un capital disfrutado o utilizado temporalmente por el deudor [préstamo (art. 1755 del C.c.); precio aplazado (art. 1501); retraso en el pago (art. 1108); restitución de sumas en caso de nulidad del contrato (art. 1303)], lo que significa que los intereses se consideran fruto civil del capital disfrutado o utilizado. Por eso, normalmente el acreedor de intereses lo es de la devolución o entrega del capital que los produce.

Mas en el contrato de *irs* no existe propiamente deuda accesoria de intereses, sino una obligación *principal* de pago de cantidad determinada en función del tipo de interés señalado por las partes. El capital no constituye en el *irs* objeto de una obligación principal, sino simplemente módulo de referencia básica para el cálculo de la cuantía de la prestación que en cada momento proceda. Las atribuciones patrimoniales a las que da origen el *irs* no significan pago de intereses, sino de una cantidad de dinero determinada en función del tipo de interés pactado, una simple referencia a una magnitud aritmética abstracta, que no transforma la obligación objeto del contrato en una deuda de intereses⁽²⁷⁾.

La citada Sentencia del Juzgado de 1.^a Instancia n.^o 8 de Córdoba, de 30 de noviembre de 2005, acoge esta tesis en su Fundamento Jurídico Cuarto al rechazar la expresión “pago de intereses”, “dado que no existe transferencia del capital que los devengue, sino que se trata de una cifra de referencia que sirve como base de cálculo de las cantidades que cada parte se abonará recíprocamente por aplicación de unos tipos igualmente pactados”.

Cuando una obligación se califica jurídicamente de “deuda de intereses” se está haciendo referencia a la causa de la obligación, nacida del devengo de frutos civiles por un capital, objeto de una obligación principal a su devolución, pago o reembolso, aplazada en el tiempo, a cargo de la persona deudora en la relación principal. Pero las obligaciones nacidas de un contrato de *irs*, bilateral, sinalagmático y con prestaciones recíprocas a cargo de ambas partes, según fluctúen los tipos de referencia, no tienen más causa que la del propio contrato *irs* y, en virtud del ACC, la reconducción a una obligación única, en el supuesto de su vencimiento anticipado, a cargo de la parte que aleatoriamente resulte deudora. Su naturaleza no puede identificarse con la de una deuda de intereses.

C) La unicidad del *swap* de intereses (*irs*) en el marco de un ACC

La inclusión originaria del contrato de *swap* de intereses (*irs*) en un ACC puede ser pactada expresamente como única, aun con carácter excluyente de cualquier otra operación financiera, puesto que se trata de una operación que engendra flujos patrimoniales a cargo de ambas partes. Puesto que la pluralidad de operaciones no es requisito legal de los ACC, sino el flujo entre las partes de atribuciones patrimoniales, el amplio ámbito de libre autonomía de la voluntad que abre en nuestro Derecho el art.

(27) V. DÍEZ PICAZO, *Fundamentos*, op. cit., II, 5.^a ed., pp. 282 y ss.

1255 del C.c. permite ese pacto de exclusión, sin que su establecimiento desvirtúe la naturaleza propia del ACC ni le prive de ninguno de los efectos que la ley le reconoce.

D) La referencia a una operación antecedente de financiación

Estas consideraciones no cambian por el hecho de que la operación financiera objeto del ACC (en nuestro caso, el contrato de *swap* de intereses) no sólo sea la única incluida en él, sino que se singularice por referencia a una operación de financiación o refinanciación, cuya cuantía sirva de base para determinar la de las obligaciones nacidas del *swap*. El reconocimiento de esa conexión intercontractual no desnaturaliza al ACC.

Aun en el supuesto de que las partes en el contrato de financiación en el ACC sean las mismas y éste se refiera a aquél expresamente, esa relación no afecta a la identidad de cada contrato, derivada de la *causa* propia de cada uno de ellos, ni por tanto puede establecerse entre ambos una conexión jerárquica, de principal a accesorio o instrumental, que altere sus regímenes jurídicos respectivos.

En definitiva, la naturaleza y los efectos propios del ACC no están condicionados legalmente a la operación de financiación, aunque se conecten con ella. Esa conexión no afecta a la naturaleza de los contratos así relacionados, que son diferentes y cada uno de los cuales conserva su propia fisonomía y eficacia, aunque puedan compartir sectores comunes de su disciplina (p. ej., la existencia de unas mismas garantías pactadas a favor de los créditos nacidos de uno u otro contrato).

VII. CALIFICACIÓN CONCURSAL DEL CRÉDITO RESULTANTE DE LA LIQUIDACIÓN DE UN ACUERDO DE COMPENSACIÓN CONTRACTUAL VENCIDO ANTICIPADAMENTE

1. Planteamiento

El régimen concursal de carácter especial de los ACC alcanza también a la calificación del crédito resultante de la liquidación de un ACC cuando se ha declarado su vencimiento anticipadamente⁽²⁸⁾. En particular, el art. 16 RD-L 5/2005 regula la califi-

(28) La ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE BANCA (AEB) y la CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS (CECA) han elaborado un modelo de CONTRATO MARCO DE OPERACIONES FINANCIERAS (CMOF), para documentar los ACUERDOS DE COMPENSACIÓN CONTRACTUAL (ACC) que se celebren entre una entidad de crédito y su contraparte, al amparo de las normas vigentes en esta materia. Respetando las normas legales reguladoras del ACC y, en concreto, las ya examinadas del RD-L 5/2005, el CMOF enmarca el contrato en el molde establecido por el Ordenamiento jurídico y le hace participar de su naturaleza y de los efectos legales reconocidos por aquellas normas. El CMOF, en ese sentido, es un modelo preestablecido para recoger concretos ACC, documentarlos y completarlos, de manera que cuanto se ha dicho respecto de la disciplina de estos negocios en nuestro Derecho puede repetirse de cada uno de los así documentados. La regulación legal de los ACC en nuestro Derecho deja amplio margen a la autonomía de la voluntad y a la libertad de pactos, que si, por un lado, han de respetar el marco imperativo de la ley reguladora, por otro han de completar convencionalmente la disciplina del contrato.

cación del crédito resultante de la liquidación anticipada por concurso y el resultante de la liquidación operada como consecuencia de la declaración de vencimiento anticipado del ACC posterior al concurso.

En los apartados siguientes se tratará de la calificación de los referidos créditos. Asimismo, en el último apartado se tratará especialmente de la calificación del crédito por el saldo de liquidación de un ACC que contenga un *swap* de intereses y de la problemática surgida en la doctrina judicial y en la científica en torno a tal cuestión.

2. La declaración de concurso, causa de vencimiento anticipado

La declaración de concurso de una parte del ACC puede ser prevista como causa de vencimiento anticipado⁽²⁹⁾; previsión lógica, en cuanto que es circunstancia que afecta a la confianza depositada por una parte en la solvencia de su contraparte.

Sin embargo, el art. 61.3 LC priva de eficacia (“se tendrán por no puestas”) a “las cláusulas que establecen la facultad de resolución o la extinción del contrato por la sola causa de la declaración de concurso de cualquiera de las partes”, norma que, en principio, impediría el vencimiento anticipado del ACC. Pero el art. 63.2 LC establece también una excepción a esa regla: “la aplicación de las leyes que dispongan o expresamente permitan pactar la extinción del contrato en los casos de situaciones concursales o de liquidación administrativa de alguna de las partes”. Esa vía de excepción es la que se da en nuestro caso en el artículo decimosexto.1 RD-L 5/2005:

“Artículo decimosexto. Liquidación anticipada.

1. La declaración del vencimiento anticipado, resolución, terminación, ejecución o efecto equivalente de las operaciones financieras realizadas en el marco de un acuerdo de compensación contractual o en relación con éste no podrá verse limitada, restringida o afectada en cualquier forma por la apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administrativa”.

Al amparo de esta norma del RD-L, la parte *in bonis* podrá invocar la declaración de concurso de su contraparte como causa de vencimiento anticipado; pero, de no hacerlo, de no ejercer esa facultad libremente, el ACC continuará en vigor, conforme al art. 61.2 LC. El ACC, como vimos, es un contrato de duración, pero lo que nace de ese acuerdo coincidente entre las partes no es más que la obligación de no exigibilidad de obligaciones no nacidas de él sino de la operación u operaciones financieras incluidas en su marco, y su reconducción a una sola obligación, en el caso de su vencimiento anticipado.

Así lo confirma la reciente modificación del art. 16 RD-L introducida por la disposición final octava de la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago, que añade un párrafo segundo al apartado 2 del referido artículo, cuyo inciso primero

⁽²⁹⁾ Así lo hace expresamente la Estipulación Novena, 9.7.1, del CMOF, que clasifica esta causa entre las “imputables a las partes”.

dispone que “en caso de concurso, en tanto se mantenga vigente el acuerdo de compensación contractual, será de aplicación lo dispuesto en el primer párrafo del artículo 61.2 de la Ley Concursal”.

Con anterioridad a esta modificación, ya la doctrina judicial había acogido la argumentación expuesta⁽³⁰⁾.

Naturalmente, los efectos de esas situaciones son diversos en cada caso. En el primero de los previstos, esto es, en el de declaración de vencimiento anticipado a causa del concurso de una parte, se seguirá el efecto que aparece como consecuencia jurídica de la norma del artículo decimosexto.2 RD-L 5/2005:

“2. En los supuestos en que una de las partes del acuerdo de compensación contractual se halle en una de las situaciones previstas en el apartado anterior, se incluirá como crédito o deuda de la parte incurso en dichas situaciones exclusivamente el importe neto de las operaciones financieras amparadas en el acuerdo, calculado conforme a las reglas establecidas en él”.

Este apartado ha de ser interpretado conjuntamente con el 1, según el criterio sistemático que ordena poner la norma en relación con el contexto (art. 3.1 del C.c.).

El supuesto del artículo decimosexto.2 no es el de hallarse una parte del ACC en concurso o liquidación administrativa, porque de esa sola circunstancia no se sigue la consecuencia jurídica de la inclusión del neto como crédito/deuda de la parte incurso en esas situaciones. Es evidente que el supuesto de hecho de esta norma ha de integrarse con un elemento más, expresado en el apartado 1 del mismo artículo, el de la declaración del vencimiento anticipado por la parte *in bonis*. Sólo en ese caso procede la liquidación del ACC y la determinación del importe neto, en virtud del cálculo establecido convencionalmente en las reglas del contrato, como dice el artículo quinto en relación con este supuesto. “En caso de vencimiento anticipado” significa, según la correcta interpretación de estas normas, que ha acaecido una causa de vencimiento (como la declaración de concurso o la liquidación administrativa) y la parte *in bonis*, en el ejercicio de su libre autonomía de la voluntad, la ha invocado en su declaración de vencimiento anticipado.

3. Calificación del crédito resultante de la liquidación anticipada por concurso

Hay que señalar el antecedente histórico-legislativo de la norma transcrita en el apartado 2, precedente. Al tiempo de promulgarse la LC, 9 de julio de 2003, estaba en vigor la disposición adicional décima de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la LMV, en su redacción de 2002, que la adicional segunda.f) LC, consideró expresamente “legislación especial”. Esa norma especial preveía el ACC como marco de operaciones financieras, pero la norma contenida en el párrafo segundo del

⁽³⁰⁾ En este sentido, se habían pronunciado las Sentencias del Juzgado de lo Mercantil n.º 1 de Málaga, de 4 de junio de 2008, y del Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Pontevedra, de 31 de julio de 2009.

apartado 3, que calificaba la obligación de pago del importe neto de las operaciones como “deuda de la masa”, desapareció tras la reforma operada por la Ley 44/2002; actualmente, el artículo decimosexto.2 RD-L 5/2005 se refiere escuetamente a la inclusión como “crédito o deuda de la parte incurso en dichas situaciones” (concurso o liquidación administrativa). Hay que señalar, asimismo, que la disposición derogatoria única del vigente RD-L, en su apartado b), deroga expresamente la adicional décima de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de modificación de la LMV.

No es, pues, en este supuesto, una “deuda de la masa” la obligación de pago del saldo neto arrojado por el ACC a cargo del concursado, sino una obligación, y por tanto, desde el lado activo de la relación, un *crédito concursal* de la parte acreedora, conforme al art. 84.1 LC. Su clasificación se hará conforme al art. 98 LC, y, de no encontrarse entre los privilegiados ni subordinados, será calificado de ordinario⁽³¹⁾.

4. La declaración de vencimiento anticipado del ACC posterior al concurso

El segundo supuesto previsto es el de que la parte *in bonis* no ejerza la facultad de declarar el vencimiento anticipado prevista en el ACC al acaecer el concurso (o la liquidación administrativa) de la contraparte. En ese caso, el ACC y la operación u operaciones financieras por él amparadas permanecerán en vigor, porque la declara-

⁽³¹⁾ Hasta aquí coinciden con mis conclusiones las de los Jueces de lo Mercantil de Barcelona, en su Seminario, citado:

“... cuando la entidad de crédito opte por vencer anticipadamente las operaciones financieras pendientes con motivo de la declaración de concurso, igualmente, el saldo neto, caso de ser negativo para el concursado, habrá de incluirse como un crédito concursal, no contra la masa. Habría que destacar en este punto, que la nota que caracteriza este supuesto es que la resolución se produzca con ocasión de la declaración de concurso, aun cuando la decisión de la entidad de crédito sea posterior o se comunique después de la declaración de concurso, no un incumplimiento anterior o posterior a la declaración. Esta es la interpretación que permite atribuir sentido al párrafo primero del apartado segundo del art. 16 RDL 5/2005. Pero es que además resulta sistemáticamente coherente con el párrafo segundo que se refiere exclusivamente a los contratos de compensación que se mantengan vigentes después de la declaración de concurso. En este supuesto, hay que aplicar las normas de la legislación especial, art. 63 LC, como el RDL 5/2005, que tiene tal consideración como prevé la DA segunda, 2.i) LC.

Nuevamente parece razonable que la calificación del crédito no quede al albur de la entidad de crédito y el momento que elija para instar el vencimiento anticipado cuando se alega como causa la declaración del concurso”.

En cambio, la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil de San Sebastián de 7 de junio de 2010 califica los créditos derivados de un ACC vencido anticipadamente como consecuencia de la declaración de concurso de una de las partes como créditos contra la masa, “pues si bien se da un vencimiento anticipado con motivo del concurso, la resolución se da en un momento posterior y se liquidan las prestaciones que habría que abonar (o recibir en el caso de que la concursada fuera la beneficiaria) después de la declaración de concurso; aparte de esto, se puede considerar aplicable por analogía lo previsto en el art. 62.4 LC para calificar el resultado negativo de la liquidación como crédito contra la masa por cuanto que se trata de prestaciones cuyo vencimiento y obligación de abonar se produciría después de la declaración de concurso”.

ción de concurso por sí sola no opera como causa de vencimiento anticipado. Así lo confirma la nueva norma contenida en el párrafo segundo del artículo decimosexto.2 RD-L 5/2005 (introducida por la disposición final octava de la Ley 16/2009), que viene a reconocer que del simple supuesto de hallarse una de las partes en situación de concurso o liquidación administrativa no se sigue necesariamente la consecuencia jurídica del vencimiento anticipado y correspondiente determinación del neto para su tratamiento concursal.

Por el contrario, el ACC continuará en vigor, al amparo del art. 61.2 LC, si no como contrato “con obligaciones recíprocas”, sí como contrato normativo de relaciones jurídicas que las engendran a su amparo y que están incluidas en su objeto. En este caso sí, las prestaciones a cargo del concursado “se realizarán con cargo a la masa”, como dispone el art. 61.2 LC.

Ahora bien, si el concursado incurre en incumplimiento de sus obligaciones, la parte *in bonis* podrá, si así se prevé en el ACC, declarar su vencimiento anticipado, sobre la base del régimen pactado, que, conforme al artículo decimosexto.2 RD-L 5/2005, no se verá afectado por la declaración de concurso. Se trata de una facultad, la de declarar el vencimiento anticipado, que la apertura del concurso no puede evitar, restringir ni afectar de forma alguna. Por tanto, subsiste esa facultad y podrá ejercitarse conforme al régimen del ACC, sin necesidad de pronunciamiento del juez del concurso ni tramitación de procedimiento de incidente concursal, cualquiera que sea la causa imputable al concursado que concurra; por tanto, puede que no se trate de incumplimiento de obligaciones nacidas del ACC sino de otras en éste previstas, como las de “contratos financieros determinados” o de “incumplimiento cruzado”⁽³²⁾, esto es, de incumplimientos de obligaciones ajenas al ACC, pero en él previstas como imputables a la parte y reveladoras de la disminución de la solvencia de ésta, que justifican la pérdida de confianza de la otra parte.

La declaración de vencimiento anticipado que invoque incumplimiento de obligaciones posterior a la declaración de concurso no podrá verse “limitada, restringida o afectada en cualquier forma por la apertura” de éste (artículo decimosexto.1 del RD-L). Condicionar su aplicación a incumplimientos de obligaciones nacidas directamente del ACC o producidos en plazos distantes de la fecha de declaración de concurso, o a la aprobación del juez del concurso, sería limitar la declaración de vencimiento anticipado en contra de la norma taxativa de ese artículo.

Declarado el vencimiento anticipado por incumplimiento de obligaciones posterior a la declaración de concurso, el crédito por el saldo resultante de la liquidación a favor de la parte *in bonis* tendrá el carácter de crédito contra la masa (art. 84.2.6.º LC).

Así viene a confirmarlo la reciente modificación del apartado 2 del artículo decimosexto.2 RD-L, cuyo párrafo segundo dispone que, en caso de concurso “si el acuerdo fuese resuelto con posterioridad a la declaración de concurso, será de aplicación lo establecido en el artículo 62.4 de la Ley Concursal”. Como se ha indicado anterior-

⁽³²⁾ Según las definiciones que de estos términos formula la Estipulación Primera, 1.2 del CMOF, *cit.*

mente, el citado precepto de la LC dispone que, si el incumplimiento del concursado fuera anterior a la declaración de concurso, el crédito será concursal, aun cuando la facultad de dar por vencido anticipadamente el ACC por la parte *in bonis* se ejercitara con posterioridad a la declaración de concurso⁽³³⁾; si el incumplimiento o la causa de vencimiento invocada por la parte *in bonis* para ejercitar su facultad de vencimiento fuera posterior a la declaración de concurso, “el crédito de la parte cumplidora se satisfará con cargo a la masa”.

En este sentido, con anterioridad a la citada modificación normativa, se han pronunciado los Jueces de lo Mercantil. En este sentido pueden citarse la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Barcelona, de 19 de noviembre de 2008; Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 3 de Barcelona, de 3 de abril de 2009, y la Sentencia del juzgado de lo Mercantil n.º 1 de Málaga, de 4 de junio de 2008, que se reseñan a continuación:

a) Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Barcelona, de 19 de noviembre de 2008, que para denegar la calificación de deuda de la masa, hubo de basarse en que ni el contrato marco ni las operaciones amparadas por él habían sido liquidados, ni

⁽³³⁾ En este sentido, en las conclusiones de los Jueces de lo Mercantil de Barcelona se afirma:

“En el primero, caso, (*sic*) es indiscutible declarado el vencimiento anticipado por incumplimiento de la concursada antes de la declaración del concurso, el saldo neto resultante habrá de clasificarse como un crédito concursal e incluirse en la lista de acreedores. Lo mismo ocurre, si, declarado el concurso, la entidad de crédito se ve en la necesidad de acudir al incidente previsto en el art. 62 LC para resolver el contrato, alegando y probando un incumplimiento anterior a la declaración, conforme el art. 62.4 LC al que se remite el citado art. 16.2 RDL 5/2005, ya que, lógicamente no puede depender de la voluntad de la entidad de crédito la calificación de su crédito ejercitado oportunamente la acción de vencimiento anticipado antes o después de la declaración, cuando se basa en un hecho anterior a la misma”.

Ha de advertirse que en el particular anteriormente transcrito se hace referencia a “la necesidad de acudir al incidente previsto en el art. 62 LC para resolver el contrato, alegando y probando un incumplimiento anterior a la declaración conforme al art. 62.4 LC al que se remite el citado art. 16.2 RDL 5/2005”. A mi juicio, la referencia al incidente concursal para la resolución del ACC se debe a una interpretación errónea de la norma añadida al apartado 2 del artículo decimosexto del RD-L 5/2005 por la Disposición adicional octava de la Ley 16/2009; una interpretación que, además, infringe la norma contenida en el apartado 1 del artículo citado que es la regla básica de blindaje del ACC frente al concurso y la especial aplicable al caso: la declaración de concurso *no puede afectar en forma alguna a la declaración de vencimiento anticipado*, que es facultad de la parte *in bonis* y que puede formular unilateralmente conforme al contrato, sin necesidad de ejercitar acción judicial alguna, como se ha indicado anteriormente (*supra*, III.5).

La errónea interpretación aquí denunciada puede venir determinada por una deficiente técnica legislativa en la formulación de la disposición adicional octava de la Ley 16/2009, porque no es normal que la legislación especial se remita a la general. Toda norma especial es de aplicación preferente a la materia por ella acotada, y lo es en este caso la norma de blindaje del ACC frente al concurso; pero cuando se remite a la general, lo hace exclusivamente a las normas concretamente invocadas (aquí, los arts. 61.2 y 62.4 LC) y no a cualquier otra. Por eso, no puedo compartir la conclusión del Seminario citado de que “la remisión que hace el RD-L 5/2005 al párrafo primero del art. 61.2 LC no excluye la aplicación del resto de precepto ni lógica ni sistemáticamente”. A mi juicio, excluye toda otra norma general que contradiga cualesquiera de las especiales en esta materia, como lo es la necesidad de acudir a un incidente concursal y la resolución por sentencia judicial.

se había probado su vigencia tras la declaración de concurso mediante la confirmación de nuevas operaciones, ni su resolución por incumplimiento posterior a esa declaración. *A sensu contrario*, la liquidación del ACC por incumplimiento de obligaciones posterior a la declaración de concurso sí conferirá a la parte *in bonis* que resulte acreedora un crédito contra la masa, como en el caso del art. 62.4 LC, al que ahora se remite expresamente el párrafo segundo del apartado 2 del artículo decimosexto del RD-L 5/2005, según la redacción dada por la disposición final octava de la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago.

b) La Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 3 de Barcelona, de 3 de abril de 2009, también antes de esa modificación legal, denegó la calificación de crédito contra la masa porque los incumplimientos de las obligaciones nacidas de la operación *swap de intereses* incluida en el ACC eran *anteriores* a la declaración de concurso, mientras que en el art. 84.2 LC entran los derivados de obligaciones vencidas tras esa declaración.

c) La Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 1 de Málaga, de 4 de junio de 2008, anticipándose a la citada modificación, resolvió que “respecto de las cantidades posteriores por vencimiento y cancelación a la declaración de concurso y atendiendo al momento pactado de liquidación en este segundo vencimiento y a lo previsto en el artículo 62.4 de la Ley Concursal deben calificarse como crédito con cargo a la masa puesto que aunque no se haya realizado una acción resolutoria como tal sino derivado de una petición realizada por la administración concursal en la notificación practicada a la entidad actora, lo cierto es que se producen con posterioridad dichos devengos y que por ello deberá utilizarse dicha regla de forma analógica, lo que también puede recoger en el marco de lo previsto en el apartado sexto del artículo 84.2 de la Ley Concursal en tanto se trata de ‘prestaciones a cargo del concursado en los contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento que continúen en vigor tras la declaración de concurso’”.

Después de la modificación normativa operada, las conclusiones del Seminario de Jueces de lo Mercantil de Barcelona se pronuncian en el mismo sentido:

“El tercer supuesto se refiere a los incumplimientos posteriores a la declaración de concurso. El art. 16 apartado 2, párrafo segundo, se remite al apartado primero del art. 61.2 en el que se dice que: ‘La declaración de concurso, por sí sola, no afectará a la vigencia de los contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento tanto a cargo del concursado como de la otra parte. Las prestaciones a que esté obligado el concursado se realizarán con cargo a la masa’.

El acuerdo de compensación financiero es un contrato de prestaciones recíprocas, ya que, para que opere, es imprescindible que, como en la compensación legal, el acuerdo, en los términos pactados, consista en compensar los créditos y las deudas de las que sean recíprocamente titulares las partes. Pero es que, además, la propia Ley, en el párrafo segundo del apartado segundo del art. 16 RD-L 5/2005, nos remite a su régimen.

En este tercer supuesto, tal y como dice la norma, las prestaciones que en su caso corresponda al concursado se deben satisfacer con cargo a la masa, art.

84.2.6.º LC, y si se produce un incumplimiento posterior al concurso, la entidad de crédito, conforme el art. 62, puede instar la resolución del contrato y la aplicación de las cláusulas de compensación previstas en el acuerdo marco. Nuevamente la Ley nos recuerda, que si el incumplimiento alegado es anterior a la declaración del concurso, el crédito será concursal, y si el incumplimiento es posterior a la declaración el mismo será con cargo a la masa, art. 62.4 LC, incluyendo la indemnización de los daños y perjuicios derivados del incumplimiento”.

5. Consideración especial de la calificación del crédito por el saldo de liquidación de un ACC que contenga un *swap* de intereses (*irs*)

A) Planteamiento

Consideración especial merece la cuestión de la influencia que, en caso de concurso, pueda tener el *swap* de intereses incluido en un ACC en la calificación del crédito por el saldo neto resultante de la liquidación derivada de la declaración de vencimiento anticipado realizada por la parte *in bonis*.

Esta cuestión ha cobrado especial relevancia tras las conclusiones a la que han llegado en esta materia los Jueces de lo Mercantil de Barcelona en el Seminario referido. En el documento que recoge sus conclusiones se afirma que debería calificarse como “concursal y subordinado por tratarse de intereses” el crédito resultante de la liquidación de un ACC que incluya únicamente permutas financieras de intereses y exista una “vinculación directa de este tipo de operaciones (*irs*) y operaciones de pasivo suscritas con el concursado”.

Los Jueces de lo Mercantil de Barcelona vienen, por tanto, a acoger la denominada tesis de la “vinculación” directa del *irs* con una o varias operaciones de pasivo, a las que sirve de cobertura, para fundamentar la subordinación de los créditos resultantes del *irs* e incluso del que resulta de la liquidación de un ACC que incluya un *irs*.

Esta tesis de la vinculación directa fue anteriormente mantenida por la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 4 de Barcelona de 28 de septiembre de 2009, que resuelve que los *irs* pueden nacer como contratos autónomos, pero también pueden configurarse como contratos vinculados a otras operaciones de pasivo en aquellos supuestos en que el importe nominal sobre el que aplican los diferentes tipos de interés pactados viene determinado por el importe del capital prestado por el banco al cliente en otra u otras operaciones de pasivo. Según dicha sentencia, en estos supuestos los *irs* tendrían carácter de contrato vinculado novatorio del pacto de intereses de otro contrato de préstamo o crédito, que se configuraría como contrato principal, pues la causa concreta de esos *irs* sería reducir los riesgos de las oscilaciones de los tipos de interés y con ellos reducir los costes financieros de las operaciones crediticias a las que han de vincularse. Asimismo, todos los cálculos tendentes a la liquidación del *irs* se hacen como si los tipos pactados fueran intereses sobre un capital ficticio. Desde este punto de vista, la sentencia concluye que, en tales supuestos, el saldo neto del ACC que contenga un *irs* ha de tener la misma calificación que el crédito de interés pactado en el contrato al que está vinculado el *irs* y, por ende, los pagos que el concursado ha de

hacer como consecuencia de la liquidación del ACC son intereses y han de ser clasificados como subordinados *ex art. 92.3.º LC*.

La referida tesis de la “vinculación”, acogida por el Seminario de Jueces de lo Mercantil de Barcelona, diverge de las conclusiones a que llegué en esta materia en mi citado dictamen de 31 de diciembre de 2009, basado en los siguientes argumentos:

“La deuda de intereses es, por esencia, una obligación accesoria de otra principal que consiste en la devolución de un capital disfrutado o utilizado temporalmente por el deudor [préstamo (art. 1755 del C.c.); precio aplazado (art. 1501); retraso en el pago (art. 1108); restitución de sumas en caso de nulidad del contrato (art. 1303)], lo que significa que los intereses se consideran fruto civil del capital disfrutado o utilizado. Por eso, normalmente el acreedor de intereses lo es de la devolución o entrega del capital que los produce.

Mas en el contrato de *irs* no existe propiamente deuda accesoria de intereses, sino una obligación principal de pago de cantidad determinada en función del tipo de interés señalado por las partes. El capital no constituye en el *irs* objeto de una obligación principal, sino simplemente módulo de referencia básica para el cálculo de la cuantía de la prestación que en cada momento proceda. Las atribuciones patrimoniales a las que da origen el *irs* no significan pago de intereses, sino de una cantidad de dinero determinada en función del tipo de interés pactado, una simple referencia a una magnitud aritmética abstracta, que no transforma la obligación objeto del contrato en una deuda de intereses⁽³⁴⁾.

Cuando una obligación se califica jurídicamente de ‘deuda de intereses’ se está haciendo referencia a la causa de la obligación, nacida del devengo de frutos civiles por un capital, objeto de una obligación principal a su devolución, pago o reembolso, aplazada en el tiempo, a cargo de la persona deudora en la relación principal. Pero las obligaciones nacidas de un contrato de *irs*, bilateral, sinalagmático y con prestaciones recíprocas a cargo de ambas partes, según fluctúen los tipos de referencia, no tienen más causa que la del propio contrato *irs* y, en virtud del ACC, la reconducción a una obligación única a su vencimiento, a cargo de la parte que aleatoriamente resulte deudora. Su naturaleza no puede identificarse, pues, con la de una deuda de intereses”.

Procuraré desarrollar en los subapartados siguientes los argumentos que sustentan mi criterio discrepante, basado en síntesis en los siguientes puntos: (i) el crédito procedente del ACC deriva de un negocio de carácter principal, con naturaleza y causa propia y distinta al “crédito por intereses” de carácter accesorio; (ii) el *irs*, en cuanto

(34) V. DÍEZ PICAZO, *Fundamentos, op. cit.*, II, 5.ª ed., pp. 282 y ss. La Sentencia del Juzgado de 1.ª Instancia n.º 8 de Córdoba, de 30 de noviembre de 2005, sirve de apoyo a esta tesis porque en su Fundamento Jurídico cuarto rechaza la expresión “pago de intereses”, “dado que no existe transferencia del capital que los devengue, sino que se trata de una cifra de referencia que sirve como base de cálculo de las cantidades que cada parte se abonará recíprocamente por aplicación de unos tipos igualmente pactados”.

instrumento financiero derivado, tiene un carácter autónomo e independiente de los negocios de financiación subyacentes; (iii) la pretendida “extinción del contrato” de *irs* “vinculado” por consecuencia de la apertura del concurso es una consecuencia extraída erróneamente del art. 59 LC e incompatible con lo dispuesto por el art. 16.1 RD-L 5/2005; (iv) la extensión del régimen “sancionatorio” de la subordinación al crédito derivado de un ACC que incluye un *irs* es también contraria a los propios fines de política-jurídica de nuestro sistema concursal, tanto del general de la LC como del especial que rige los ACC, y tiene efectos perturbadores en el mercado del crédito en unas circunstancias adversas como las actuales, ya que afecta gravemente a la viabilidad de un instrumento financiero básico en dicho mercado, como son los *irs*.

B) Sobre la naturaleza y causa de los *irs*

En ninguno de los casos, tanto si se trata de un *irs* como objeto único del ACC o coexistente en su marco con otras operaciones financieras, la posible “vinculación directa” del *irs* con una operación de pasivo puede suponer la atribución al saldo resultante de la liquidación de la naturaleza de un “crédito por intereses” y, en consecuencia, subordinarse conforme al art. 92.3.º LC, ya que el crédito nacido de un *irs* no tiene esa calificación. En ningún caso, la causa de las obligaciones nacidas de las operaciones financieras objeto de un ACC puede trasladarse a la del saldo resultante de la liquidación de éste, pues aquéllas se extinguen al surgir como única obligación jurídica la consistente en el saldo neto producto de la liquidación. En consecuencia, aun cuando las obligaciones originadas por el *irs* no perdiesen su individualidad al ingresar en un ACC, ninguna duda puede caber de su extinción al momento de nacimiento del crédito resultante de la liquidación del ACC, que tiene en ese negocio su propia causa, no condicionada en forma alguna por la de las obligaciones extinguidas.

De otra parte y conforme se ha expuesto anteriormente, el hecho de que los tipos de interés sirvan para determinar la cuantía de las obligaciones asumidas por las partes de un *irs* no les atribuye naturaleza de “deuda de intereses”, pues ésta es, por esencia, una obligación *accessoria* de otra principal consistente en la devolución de un capital. En el *irs* no existe propiamente deuda accesoria de intereses, sino una obligación *principal* de pago de cantidad determinada en función del tipo de interés señalado por las partes. El importe sobre el que se aplica el referido tipo de interés no constituye objeto de obligación alguna, aun cuando coincida o se refiera al importe prestado por la entidad financiera al cliente en otra u otras operaciones de pasivo. Tiene carácter notional, es decir, se trata simplemente de un módulo de referencia básico para el cálculo de la cuantía de la prestación que en cada momento proceda. Por tanto, las atribuciones patrimoniales a las que da origen el *irs* no suponen un pago de intereses, sino de una cantidad de dinero determinada en función de un módulo consistente en un capital y en tipos de interés pactados, ya se refieran a otras operaciones de pasivo subyacentes o no. Esa simple referencia a una magnitud aritmética abstracta no transforma la relación objeto del contrato de *irs* en un crédito por intereses.

Las obligaciones nacidas de un *irs* no tienen más causa que la del propio contrato *irs* y, en virtud del ACC, la reconducción a una obligación única a su vencimiento anticipado, a cargo de la parte que aleatoriamente resulte deudora. La función jurídico-

económica que persigue el contrato de *swap* viene representada por la transacción financiera en virtud de la cual las partes se comprometen a hacerse pagos recíprocos de numerario en el tiempo, de acuerdo con unos módulos preestablecidos, con la mutua suposición de verse ambos favorecidos en el cambio⁽³⁵⁾.

Esa causa no puede identificarse con la de una deuda de intereses, pues los pagos recíprocos del *irs* o la obligación única a la que reconduce el ACC no nacen del devengo de frutos civiles por un capital, aunque el módulo preestablecido se refiera al pactado en otro negocio de financiación suscrito por las mismas partes del ACC.

A diferencia del contrato de financiación subyacente con el que pudiera estar relacionado, el *irs* tiene carácter *aleatorio*, no sólo porque las prestaciones en que consisten las obligaciones asumidas por las partes no están pecuniariamente determinadas al momento de celebración del contrato, sino porque tampoco se encuentran determinadas al momento de su celebración la parte que resultará deudora y la que resultará acreedora. La entidad financiera podría, pues, resultar deudora del *irs* porque su prestación al cliente resulte superior al pago debido por éste. Sería un contrasentido atribuir a las atribuciones patrimoniales derivadas de un *irs* el carácter de “crédito de intereses” cuando por la aleatoriedad que caracteriza este contrato puede resultar deudora la entidad financiera, acreedora a su vez de los intereses de la operación financiera subyacente.

No puedo, pues, compartir la tesis de los Jueces de lo Mercantil de Barcelona. El *alea* inherente al contrato de *irs* más habitual en el mercado, aquél en el que se permuta un tipo de interés fijo por un variable, supone una diferencia de carácter estructural, que impide su calificación como crédito de intereses. Además, el denominado “principal nocional”, que sirve de módulo de referencia para determinar la prestación de un *irs*, no puede identificarse con el principal de un crédito o préstamo, pues aquél no responde a una transferencia de capital en concepto de financiación, ni representa una deuda de una de las partes frente a la otra que sea retribuida mediante intereses. Ese importe es teórico y no real, de ahí que en la práctica financiera se hable de principal “nocional” para diferenciarlo del principal que representa una auténtica deuda de capital financiado. Si no existe una deuda de capital real no pueden generarse intereses o frutos civiles de tal capital, por lo que el saldo de liquidación del ACC que incluya un *irs* no puede ser una deuda de intereses devengada por una deuda de capital.

C) Sobre la autonomía e independencia de los *irs* respecto de los negocios de financiación subyacentes

La tesis de la “vinculación” acogida por el Seminario de Jueces de lo Mercantil de Barcelona no toma en consideración que las Directivas comunitarias reguladoras de los mercados de instrumentos financieros han configurado los contratos de *swap* como negocios principales, independientes y autónomos de los contratos subyacentes de los que son *derivados*; independencia y autonomía que impiden la pretendida “contamina-

(35) VEGA VEGA, *El contrato de permuta financiera (swap)*, Navarra, 2002, p. 111.

ción” del instrumento financiero derivado a consecuencia de tener por negocio subyacente una operación de financiación sancionada por el ordenamiento concursal con la subordinación del crédito procedente de ella (crédito por intereses).

Tanto la Directiva 1993/22/CE del Consejo, de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, como la Directiva 2004/39/CE del Parlamento europeo y del Consejo, de 21 de abril, relativa a los mercados de instrumentos financieros y que deroga la anterior (Directiva MIFID), configuran los contratos de *swap* como instrumentos financieros con sustantividad propia, autónomos, derivados sobre tipos de interés, divisas o materias primas, y relacionados, pero, a su vez, independientes de otros instrumentos o contratos financieros subyacentes.

Estas Directivas excluyen cualquier relación de dependencia entre el negocio subyacente y el *irs*. Entre ellos tan sólo existe una relación de mera referencia, a fin de determinar el importe de la prestación resultante de los *irs*. Éstos son derivados sobre el tipo de interés pactado en el préstamo o crédito subyacente, pero el hecho de que su saldo neto se determine o derive en parte de ese tipo de interés subyacente no convierte al propio saldo en deuda de intereses. La independencia o autonomía de que está dotado el *irs* respecto del negocio subyacente impide que pueda atribuirse al crédito resultante del *irs* la misma naturaleza jurídica que el crédito por intereses que le sirve de subyacente.

La doctrina ha reconocido tal independencia o autonomía como rasgo definitorio del *irs*, que, de suyo, tiene un fin contractual que le es propio, sin relación necesaria con ningún otro contrato, aunque en la práctica puede darse en combinación con otras figuras jurídicas subyacentes⁽³⁶⁾.

De otra parte, los elementos estructurales propios de los *irs* no sólo ponen de manifiesto la independencia y autonomía de estos contratos, sino que, también, vienen a excluir la posibilidad de que los créditos resultantes de su liquidación se califiquen de “créditos por intereses”. A este respecto, cabe mencionar el hecho de que los elementos subjetivos del *irs* puedan ser distintos de los del negocio subyacente. En efecto, no son infrecuentes los supuestos en que entidades financiadoras y entidades de cobertura (parte en el *irs*) no son las mismas e, incluso, cuando coinciden, las entidades pueden transmitir libremente su participación en uno u otro negocio (de financiación o de cobertura). Es más, no sólo las partes pueden ser diferentes, sino que incluso pueden existir entre ellas divergencia de intereses. Ello se pone especialmente de manifiesto en las grandes operaciones de financiación con un *irs* vinculado, en las que las entidades de cobertura contribuyen a la solvencia del deudor reduciendo el coste consolidado de operaciones de financiación con altos tipos de interés. Existe, pues, una diversidad de intereses entre los beneficios y los riesgos asumidos por la entidad

⁽³⁶⁾ V. VEGA VEGA, *op. cit.*, p. 56.

financiera en el contrato de financiación y en el contrato de cobertura⁽³⁷⁾. Por tanto, el hecho de que el titular del “crédito de intereses” sea distinto del titular del eventual crédito resultante de un *irs* y entre éstos exista incluso diversidad de intereses, excluye que pueda atribuirse a este último la consideración de deuda de intereses y, por ende, calificarse como crédito subordinado por aplicación del art. 92.3.º LC.

Asimismo, habría que descartar toda vinculación en aquellos supuestos en que, sobre la base de la independencia y autonomía de que gozan, los *irs* cubran simultáneamente distintos negocios jurídicos de financiación de diferentes características, que incluso pueden haber sido contratados con distintas entidades. En estos supuestos, es especialmente difícil determinar a qué concreta operación de crédito está vinculado el *irs* y, en suma, cuál sería su obligación principal en el hipotético caso de que se admitiera la dependencia.

Por su parte, la pretendida dependencia o “vinculación directa” del *irs* con el subyacente del que deriva el principal nocional y uno de sus tipos de interés de referencia y sus efectos “sancionatorios” (subordinación del crédito resultante del *irs*), tampoco casa con el ágil y seguro régimen de transmisión de estos instrumentos financieros derivados, totalmente desvinculado del negocio subyacente y sin efectos novatorios de sus estipulaciones⁽³⁸⁾.

A mayor abundamiento, el principal del préstamo o crédito está tan dissociado del principal nocional del *irs* que la amortización anticipada voluntaria del primero no conlleva (salvo pacto en contrario) la novación del importe nocional al que se referencia el *irs*.

Por tanto, con base en lo expuesto, la autonomía e independencia de que gozan los *irs* respecto del negocio de financiación subyacente y, en particular, de la obligación de pago de intereses, así como las diferencias estructurales y de régimen jurídico que existen entre operación de financiación subyacente y el instrumento derivado (*irs*) impiden la posibilidad de extender la calificación como subordinado del crédito de intereses de la relación subyacente al crédito resultante de la liquidación del *irs*; tanto más, si éste se encuentra incluido en un ACC.

Mantengo, pues, la tesis que defendí en mi referido dictamen, en el que tras negar a la deuda nacida de un *irs* o del saldo de liquidación del ACC en que esté incluido, la naturaleza de deuda de “intereses”, añadía:

“Estas consideraciones no cambian por el hecho de que la operación financiera objeto del ACC (en nuestro caso, el contrato de swap de intereses) no sólo sea la única incluida en él, sino que se singularice por referencia a una operación de financiación o refinanciación, cuya cuantía sirva de base para determinar la de

(37) En este sentido, DÍAZ RUIZ y RUIZ BACHS, “Los pagos en las permutas financieras sobre tipos de interés (*interest rate swap-IRS*) no son intereses”, *Diario La Ley*, n.º 7387, 23 de abril de 2010.

(38) V. DÍAZ RUIZ y RUIZ BACHS, *op. cit.* V., también lo dispuesto en el art. 19 Ley 36/2003, de 11 de noviembre, de medidas de reforma económica, que se analizará en el apartado siguiente.

las obligaciones nacidas del *swap*. El reconocimiento de esa conexión intercontractual no desnaturaliza al ACC.

Aun en el supuesto de que las partes en el contrato de financiación en el ACC sean las mismas y éste se refiera a aquél expresamente, esa relación no afecta a la identidad de cada contrato, derivada de la causa propia de cada uno de ellos, ni por tanto puede establecerse entre ambos una conexión jerárquica, de principal a accesorio o instrumental, que altere sus regímenes jurídicos respectivos.

En definitiva, la naturaleza y los efectos propios del ACC no están condicionados legalmente a la operación de financiación, aunque se conecten con ella. Esa conexión no afecta a la naturaleza de los contratos así relacionados, que son diferentes y cada uno de los cuales conserva su propia fisonomía y eficacia, aunque puedan compartir sectores comunes de su disciplina (p. ej., la existencia de unas mismas garantías pactadas a favor de los créditos nacidos de uno u otro contrato)”.

- D) Colisión con la obligación legal de las entidades de crédito de informar y ofrecer instrumentos de cobertura del riesgo de tipos de interés en determinadas operaciones de financiación.

Desde una perspectiva sistemática, la doctrina de la “vinculación” como causa para la subordinación del crédito resultante de un *irs*, contenida en las conclusiones de los Jueces de lo Mercantil de Barcelona, pudiera entrar en colisión con otras normas de nuestro Ordenamiento, que obligan a las entidades financieras a informar y ofrecer productos o sistemas de cobertura del riesgo de incremento de tipos de interés en determinadas operaciones de financiación; señaladamente, con el art. 19 de la Ley 36/2003, de 11 de noviembre, de medidas de reforma económica, que dispone:

“1. Las entidades de crédito informarán a sus deudores hipotecarios con los que hayan suscrito préstamos a tipo de interés variable, sobre los instrumentos, productos o sistemas de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés que tengan disponibles. La contratación de la citada cobertura no supondrá la modificación del contrato de préstamo hipotecario original.

2. Las entidades a que se refiere el apartado anterior ofrecerán a quienes soliciten préstamos hipotecarios a tipo de interés variable al menos un instrumento, producto o sistema de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés.

Las características de dicho instrumento, producto o sistema de cobertura se harán constar en las ofertas vinculantes y en los demás documentos informativos previstos en las normas de ordenación y disciplina relativas a la transparencia de préstamos hipotecarios, dictadas al amparo de lo previsto en el artículo 48.2 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de crédito.

Lo dispuesto en este apartado será de aplicación a las ofertas vinculantes previstas en el artículo 2 de la Ley 2/1994, de 30 de marzo, sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios”.

La norma transcrita obliga a las entidades de crédito a informar u ofrecer a los que respectivamente hayan suscrito o soliciten préstamos hipotecarios de los instrumentos, productos o sistemas de cobertura del riesgo de incremento de tipo de interés.

Sobre la base de lo expuesto, parece jurídicamente contradictorio que, de un lado, la Ley obligue a las entidades de crédito a ofrecer productos o instrumentos para la cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés y, de otro, la doctrina que criticamos pretenda mantener, con base en una interpretación errónea de la LC (concretamente de su arts. 59 y 92.3.º), que el crédito derivado de uno de esos instrumentos genuinamente configurados para ofrecer tal cobertura —el *irs*— pueda sancionarse con su subordinación en el seno del concurso de la contraparte.

Precisamente, el propio artículo 19 de la Ley 36/2003, que estamos analizando, contiene un inciso que viene a desvincular y poner de manifiesto la independencia que existe entre el negocio de cobertura del riesgo (en nuestro caso, el *irs*) y la relación subyacente (el préstamo hipotecario). Está incluido en su apartado primero *in fine* y dispone que “la contratación de la citada cobertura no supondrá la modificación del contrato de préstamo hipotecario original”, no sólo en lo relativo al principal prestado, sino también y en particular, a los intereses pactados. Con base en lo expuesto, no debe, pues, calificarse como de intereses el crédito resultante de un *irs* contratado para cubrir el riesgo de incremento del tipo de interés pactado, en cuanto el referido *irs* no supone modificación alguna de la operación de financiación, ni, en particular, de los intereses pactados en ella.

Ciertamente, el régimen previsto en el citado art. 19 se refiere únicamente a los préstamos hipotecarios, pero no se advierte razón jurídica alguna que justifique que la conclusión no pueda extenderse a otras operaciones de financiación.

Por tanto, con base en lo expuesto, no se puede calificar el crédito resultante de la liquidación de un ACC que contenga un *irs* como crédito de intereses por estar “vinculado directamente” a una operación financiera (relación subyacente), cuando, como se ha visto, la propia Ley reconoce la independencia o autonomía del *irs* respecto de la relación subyacente (que se hace patente en el citado art. 19 Ley 36/2003, “la contratación de la citada cobertura no supondrá la modificación del contrato de préstamo hipotecario original”), e incluso obliga a ofrecer este tipo de productos a los deudores hipotecarios.

E) Sobre el carácter “excepcional” de la subordinación de créditos

Como pone de manifiesto la propia E. de M. LC (V), los créditos subordinados constituyen excepciones al principio de igualdad de tratamiento de los acreedores, y suponen un juicio de desvalor (“merecen quedar postergados”). Por su carácter excepcional, la propia E. de M. LC reconoce que los créditos subordinados han de ser “muy contados” y han de estar “siempre justificados”.

A los efectos de conocer la *voluntas legislatoris*, es significativo que el RD-L no haga referencia entre los créditos “que merecen quedar postergados tras los ordinarios” al resultante de la liquidación de ACC que contenga un *irs*. Si el legislador

hubiera pensado en la grave consecuencia de subordinar el crédito resultante de un ACC, así lo hubiera previsto en el RD-L 5/2005 o, con carácter general, en la LC. Debe atenderse, pues, al carácter que los créditos subordinados tienen como “excepciones negativas” de los créditos ordinarios⁽³⁹⁾, para concluir que la interpretación aquí atacada excede del tenor del art. 59 LC (en relación con el art. 92.3.º LC), al pretender que la aplicación de tal artículo lleva a subordinar los créditos resultantes de la liquidación de un ACC que incluya un *irs*. Como afirma la E. de M. LC (V), el principio de igualdad de tratamiento de los acreedores, en el que descansa la normativa concursal sobre clasificación de créditos, exige que sus excepciones, entre las que se incluyen los créditos subordinados, “han de ser muy contadas y siempre justificadas”. El tenor del texto del art. 59 LC no hace referencia a la subordinación de este tipo de crédito, ni tampoco permite mantener que el crédito resultante de la liquidación de un ACC que incluya un *irs*, como se expondrá en el apartado siguiente, ni, como se ha indicado, es posible la interpretación extensiva del art. 59, ni su aplicación analógica, habida cuenta del carácter excepcional que tienen los créditos subordinados.

Debe rechazarse, pues, la interpretación extensiva o aplicación analógica del art. 59 LC o del art. 92.3 LC al crédito resultante de la liquidación de un ACC que incluya un *irs*. Que un crédito de este tipo pueda “contaminarse” del carácter subordinado, supone una interpretación extensiva, más que analógica, de una norma excepcional y sancionadora de circunstancias que no concurren en el caso ni responden a una identidad de *ratio*.

F) Sobre el vencimiento automático por consecuencia del concurso del ACC que incluya un *irs*

En la última página de las conclusiones del Seminario de Jueces de lo Mercantil de Barcelona, en el apartado “Tratamiento Especial de las Permutas Financieras de Intereses. Operaciones vinculadas”, se afirma que en los casos en que exista una “vinculación directa” de un *irs* a una operación de pasivo suscrita con el concursado, “en virtud de lo establecido en el art. 59 (suspensión del devengo de intereses) el contrato se extingue y la administración concursal debería calificar el crédito como concursal y subordinado por tratarse de intereses”.

Esta tesis es rechazable sobre la base de los siguientes argumentos:

En primer lugar, descansa sobre una aplicación errónea del art. 59 LC. Este artículo, bajo la rúbrica “suspensión de intereses”, dispone que:

“1. Desde la declaración de concurso quedará suspendido el devengo de intereses, legales y convencionales, salvo los correspondientes a los créditos con garantía real, que serán exigibles hasta donde alcance la respectiva garantía. Los

⁽³⁹⁾ Son de interpretación restrictiva y no admiten interpretaciones extensivas ni aplicación analógica, como bien afirman RODRÍGUEZ DE QUIÑONES Y TORRES, *Derecho mercantil, op. cit.*, p. 843; y MERCADAL VIDAL, *Nueva Ley Concursal, op. cit.*, p. 456.

créditos salariales que resulten reconocidos devengarán intereses conforme al interés legal del dinero fijado en la correspondiente Ley de Presupuestos. Los créditos derivados de los intereses tendrán la consideración de subordinados a los efectos de lo previsto en el artículo 92.3.º LC.

2. No obstante, cuando en el concurso se llegue a una solución de convenio que no implique quita, podrá pactarse en él el cobro, total o parcial, de los intereses cuyo devengo hubiese resultado suspendido, calculados al tipo legal o convencional si fuera menor. En caso de liquidación, si resultara remanente después del pago de la totalidad de los créditos concursales, se satisfarán los referidos intereses calculados al tipo convencional”.

La mera lectura del artículo transcrito pone de manifiesto que la tesis que aquí se critica infringe la norma del citado art. 59 LC al pretender extraer de ella una consecuencia jurídica que de ningún modo contempla, como es la “extinción” de un contrato (de *irs* o de ACC que incluye un *irs*), cuando el art. 59 tan sólo prevé la suspensión del devengo de intereses.

Aun haciendo abstracción del carácter problemático de la categoría de la “extinción de contrato”, es un error pretender extraer una consecuencia de efectos definitivos, como es la “extinción”, siquiera sea de la obligación de intereses, de un artículo que tan sólo prevé la “suspensión” de su devengo, de efectos, por tanto, temporales.

Me parece errónea la interpretación del art. 59 LC que se hace en las conclusiones del Seminario, tanto más cuanto la “extinción” no se predica del devengo de intereses, sino de un contrato, como es el ACC que incorpora un *irs* con una finalidad de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés variable pactado en la relación subyacente. Contrato que no sólo tiene naturaleza y causa diversas, sino que, como ha reconocido nuestro Ordenamiento, tiene un carácter independiente y autónomo, dotado además de un régimen concursal de carácter especial que en ningún caso remite al art. 59 LC. Es más, la pretendida aplicación del art. 59 LC al ACC que incorpora un *irs* es contraria al referido régimen especial concursal, que como se ha visto anteriormente, es tuitivo de esta figura jurídica.

En efecto, la doctrina de la “extinción automática” (*rectius*, vencimiento anticipado) del *irs* es contraria a lo dispuesto en el art. 16.1 RD-L 5/2005, que establece, sin distinciones ni condicionamientos, la intangibilidad del régimen de vigencia y vencimiento anticipado de los ACC frente a la apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administración. La “extinción” automática de los ACC por la apertura de un procedimiento de concurso vulnera el principio de intangibilidad previsto por el art. 16.1 RD-L 5/2005, pues se basa en una circunstancia ajena a lo dispuesto en el propio ACC (por aplicación errónea del art. 59 LC).

Por tanto, sobre la base de lo expuesto, la vigencia del ACC que incluya un *irs* no se verá afectada por la sola circunstancia de la apertura de un procedimiento concursal. El crédito por el saldo será concursal si la causa de la declaración de vencimiento anticipado del contrato es anterior a la declaración de concurso o consecuencia de ésta, y si fuese posterior, tendrá el carácter de crédito contra la masa.

- G) Sobre las razones de política legislativa que desaconsejan la consideración como deuda de intereses del crédito por el saldo de liquidación de un ACC que contenga un *irs*

La consolidación de la doctrina mantenida en las conclusiones del Seminario de Jueces de lo Mercantil de Barcelona genera un grave riesgo de perturbación del mercado del crédito, en el que este tipo de instrumentos financieros (*irs*) juega un papel de gran relevancia. El mero riesgo de que el crédito resultante de la liquidación de un ACC que incluya un *irs* pueda subordinarse en el ámbito del concurso, esfumando prácticamente toda posibilidad de pago, supondrá previsiblemente el abandono de este instrumento de gran importancia en las operaciones financieras y dificultará, consiguientemente, la viabilidad de financiaciones futuras.

La pauta interpretativa sociológica, que señala el art. 3.1 del C.c., tiene aquí especial relevancia, si se refiere a la realidad social y económica actual, a la que han de aplicarse la LC y la normativa concursal de carácter especial. El nuevo sistema jurídico concursal rige el mercado del crédito, un sistema económico extraordinariamente delicado, cuyo correcto funcionamiento no debe alterar, sino proteger y garantizar, el Derecho. El crédito, elemento esencial en nuestra economía, exige un equilibrio muy sutil entre los intereses del acreedor y los del deudor; cualquier alteración desestabilizadora es perjudicial para el sistema, caracterizado por su armonía estructural y su funcionalidad. Mermar excesivamente los derechos del acreedor, lejos de potenciar los del deudor, altera perjudicialmente el funcionamiento del sistema, al encarecer el crédito, reducir su concesión, dificultar la financiación y obstaculizar las inversiones productivas y el consumo en la economía nacional.

Por tan elementales razones, unas consecuencias condenatorias de los acreedores, especialmente de los profesionales del crédito, como las que acarrearía la interpretación contenida en las conclusiones asumidas en el Seminario de Jueces de lo Mercantil de Barcelona, serían nocivas para el mercado, para la realidad social y económica y, desde luego, para los acreditados.

Es ésta una visión económica que el Derecho no puede ignorar. A la suerte de la aplicación de las normas —sobre todo, de las nuevas normas— se vincula inexorablemente un cambio en la realidad social, e importa a los intereses generales, no ya a los privados y contrapuestos de un acreedor frente a un deudor, o a los concursales del deudor insolvente, que ese cambio sea para mejorar, que la *reforma* alcance el propósito de perfeccionar el viejo Derecho; no de empeorarlo con consecuencias dañinas, que a todos perjudicarán y, sin duda, más a los más débiles.

Se trata de algo más que la solución aislada de la interpretación de una norma y de la aplicación a un concurso; se trata de transformar la realidad social al aplicar esa norma.

No puede, pues, ignorarse la realidad actual del sistema financiero, ni el cambio que una u otra interpretación de la norma pueda provocar en él. Es el caso del papel que los instrumentos derivados y, en particular, los *irs*, juegan en ese sistema.

En este ámbito, cabe añadir que ese cambio negativo se producirá, además, en unas circunstancias como las actuales, de grave crisis de este mercado, colisionando

no sólo con los propios fines de política jurídica del Real Decreto-Ley 5/2005, sino también, con carácter general, con los de la LC.

En efecto, el RD-L 5/2005 pone de manifiesto en su Preámbulo que tiene por finalidad el incremento de la productividad de la economía española en el marco de la UE y la mejora de la eficiencia y la competitividad de los mercados financieros, en la indispensable labor de canalizar el ahorro hacia la inversión productiva (Preámbulo I). Asimismo, la citada norma tiene también por finalidad preservar la seguridad jurídica necesaria para garantizar la confianza de los inversores en los mercados financieros y de quienes operan en ellos. Pues bien, la interpretación mantenida en las conclusiones del Seminario de los Jueces de lo Mercantil de Barcelona vendría a frustrar tales fines, por cuanto la “sanción” que supone la subordinación de los créditos resultantes del *irs* lastraría su operatividad como instrumento financiero básico del mercado del crédito y, por ende, afectaría negativamente a la eficiencia y la competitividad de los mercados financieros, e incluso a la necesaria seguridad jurídica de que ha de estar dotado su funcionamiento, colocando a las entidades españolas en posición desfavorable respecto de sus concurrentes de otros países miembros de la UE. Lo contrario de lo que persiguen las Directivas.

Por tales razones, la doctrina comentada es contraria incluso a los fines de política jurídica de la propia LC, cuya normativa es muy sensible a cualquier “perturbación del mercado del crédito” (E. de M. LC, III), que tiende a minimizar. La interpretación de las normas, pues, ha de atender a tales fines y evitar posibles resultados perturbadores del mercado del crédito. Tanto más en el caso de los ACC, para los que se ha previsto régimen concursal de carácter especial con la finalidad de reforzar la eficiencia, competitividad y seguridad jurídica de los mercados financieros.

La calificación como subordinado del saldo de liquidación de un ACC que contenga un *irs* no sólo tendrá los referidos efectos perturbadores, sino que generará un grave riesgo de deslocalización de las inversiones financieras hacia mercados con condiciones más favorables a las del español, frustrando también los fines propios perseguidos por el RD-L 5/2005. Sin duda, la subordinación de estos créditos supone no sólo un factor de desarmonía en el mercado interior europeo que provocará la pérdida de competitividad de las entidades financieras españolas, sino también un factor de ineficiencia del mercado del crédito español, lastrando la posibilidad de utilizar un instrumento financiero de creciente importancia en dicho mercado⁽⁴⁰⁾.

Por lo expuesto, la interpretación de los Jueces de lo Mercantil de Barcelona de las normas del RD-L 5/2005 y de la Ley Concursal aplicables a los ACC causará un efecto perjudicial en el mercado del crédito, radicalmente opuesto al espíritu propio de esas normas y negativo en la actual coyuntura económica.

(40) Sobre los efectos negativos de las conclusiones de los Jueces de lo Mercantil de Barcelona en la economía española, v. CUENCA MIRANDA, “La (imposible) aplicación del artículo 59 de la Ley Concursal a las permutas financieras de intereses (IRS)”, en *Actualidad Jurídica Aranzadi*, año XIX, n.º 798.

VIII. CONCLUSIONES

En consecuencia con lo expuesto, reitero las conclusiones a que llegué en mi tan citado dictamen:

1. Conforme al régimen jurídico que para los ACC establece el vigente RD-L 5/2005, de 11 de marzo, y que la disposición adicional segunda de la LC reconoce como “legislación especial”, la declaración de concurso de una de las partes puede considerarse causa de vencimiento anticipado del ACC; pero la causa no opera *ipso iure*, sino que es facultad de la parte cumplidora (en este caso, *in bonis*) invocarla o no mediante la oportuna declaración y notificación a la concursada. Sólo al ejercitar esta facultad se producirá el vencimiento anticipado y la consiguiente liquidación del ACC.

2. En consecuencia, al amparo de la autonomía de la voluntad que en materia contractual reconoce el art. 1255 del C.c., la parte *in bonis* en un ACC tiene la facultad de no invocar el concurso de su contraparte como causa de vencimiento anticipado, en cuyo caso se mantendrá vivo el contrato, sin perjuicio del derecho a invocar la declaración de vencimiento anticipado si con posterioridad se produce otra causa, como es la de incumplimiento de obligaciones por la concursada.

3. De producirse posteriormente causa de vencimiento anticipado, la parte *in bonis* podrá ejercer su facultad de declararlo conforme a lo pactado en el contrato, sin necesidad de acudir a incidente concursal alguno.

4. El crédito por el saldo resultante de la liquidación del ACC a favor de la parte *in bonis* tendrá carácter concursal si la declaración de vencimiento anticipado se produce por causa anterior a la declaración de concurso o por ésta, y será un crédito contra la masa si la causa acaece con posterioridad.

5. Las conclusiones formuladas en los números anteriores son válidas:

a) Para el caso de que el ACC contenga una sola operación financiera consistente en un *swap* o permuta de intereses (*irs*), porque la pluralidad de operaciones no es, en nuestro Derecho, requisito de existencia ni de eficacia del ACC, sino que basta la pluralidad de obligaciones, prestaciones o atribuciones patrimoniales, aunque nazcan de una única relación jurídica y en virtud del vencimiento anticipado y consecuente liquidación del ACC se reconduzcan a una única obligación.

b) Para el caso de que el ACC se relacione con una operación financiera antecedente del *swap* o permuta de intereses (*irs*), incluso si esa relación se reconoce expresamente en el ACC y éste comparte con la relación antecedente algunos aspectos de un mismo régimen jurídico (como garantías o derechos de las partes en uno y otro), porque se trata de negocios diversos, con causas propias que los individualizan, y cuyo régimen específico no se altera por el hecho de que estén relacionados funcionalmente.

6. La deuda resultante de un *swap* de intereses (*irs*) no es una deuda de intereses accesoria a otra principal de entrega o devolución de un capital, porque el contrato de

swap tiene una causa propia, en la que la referencia al tipo de interés se hace como criterio de determinación del objeto de la obligación y de forma aleatoria, la deuda puede resultar a cargo de cualquiera de las partes.

En consecuencia, el *swap* de intereses (*irs*) objeto de un ACC no podrá transmitir al saldo resultante del vencimiento anticipado y liquidación de éste un carácter del que carece, a efectos de la calificación en el concurso de una parte, cualquiera que sea el momento en que la causa del vencimiento anticipado se produzca (antes, a consecuencia o con posterioridad a la declaración de concurso) y tanto si el *swap* sea objeto único del ACC o coexistente con otras operaciones.

En todo caso, el crédito nacido de la liquidación del ACC tiene su propia causa en éste, con absoluta independencia de las que tuvieron las obligaciones nacidas de las operaciones financieras objeto del ACC y extinguidas con su liquidación.

* * *

Reitero conclusiones de un dictamen, esto es, de una opinión sobre cuestiones jurídicas discutibles, basada en los fundamentos de Derecho expuestos, pero siempre sometida “a cualquier otra mejor fundada”.

EL CONCEPTO DE “UTILIZACIÓN DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA”

ANTONIO TAPIA HERMIDA

*Profesor Titular de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid*

RESUMEN

Determinar si es suficiente, para que una operación sea calificada de operación con información privilegiada, que un poseedor de información privilegiada efectúe una operación de mercado con instrumentos financieros a los que se refiere esta información o si es, además, necesaria la concurrencia de algún otro requisito, constituye el leit motiv del presente trabajo. Para ello se efectúa una somera reflexión sobre la libertad, la igualdad y las formas o teoría de juegos. Además no se olvida que la utilización de información privilegiada puede conllevar sanciones administrativas y penales, por ello se indaga y pondera hasta qué punto el principio de presunción de inocencia influye en la determinación misma del concepto de “utilización de información privilegiada”.

Palabras clave: Información privilegiada. Utilización de información privilegiada. Iniciados. Libertad. Igualdad. Teoría de juegos. Presunción de inocencia.

ABSTRACT

Determine whether it is sufficient, for a transaction to be classed as prohibited insider dealing, that a primary insider in possession of inside information trades on the market in financial instruments to which that information relates or whether there must be a further additional element is the leit motiv of this paper. For such purpose a brief reflection on freedom, equality and forms or games theory. Additionally, it is not forgotten that the use of inside information may imply administrative and criminal sanctions, for such reason it is considered and studied if the innocence presumption influences the own determination of the concept of “use of inside information”.

Key words: Inside information. Use of inside information. Initiated persons. Freedom. Equality. Games Theory. Innocence presumption.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. LOS PRINCIPIOS ESENCIALES DEL MERCADO: LIBERTAD E IGUALDAD. LA INFORMACIÓN Y LAS “CAPACIDADES GENERALES” COMO ELEMENTOS DE EQUILIBRIO.
 1. La libertad, la información y las capacidades personales.
 2. La igualdad, la información y las capacidades individuales.

III. “INFORMACIÓN PRIVILEGIADA” Y “FORMAS (TEORÍA) DE JUEGOS”.

1. La emergente relación entre “información privilegiada” y “formas (teoría) de juegos”.
2. Un test: “información” —*versus*— “información privilegiada”.

IV. CONSIDERACIONES EN TORNO A LA IDEA DE “INFORMACIÓN PRIVILEGIADA”.

1. Información de carácter concreto.
2. Que no se haya hecho pública.
3. Que se refiere directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros.
4. Que si se hiciera pública tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes.

V. CONFORMACIÓN Y ESTRUCTURACIÓN DEL CONCEPTO DE “UTILIZACIÓN DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA”.

1. La prohibición general de utilizar información privilegiada.
2. ¿Por qué es problemático el concepto de “utilización de información privilegiada”?
3. Normativa relevante.
4. Sus elementos conflictivos. ¿Para que exista una operación con información privilegiada basta con actuar con conocimiento de la información privilegiada, sin excepción, o se requiere además otro requisito?
5. “Utilización” y “conocimiento” de “información privilegiada”. Un poco de historia legislativa.

A) *Planteamiento general en una perspectiva histórica.*

B) *Análisis del elemento subjetivo del concepto.*

- a) Regulación normativa.
- b) Un “mundo de presunciones”.

VI. INFLUENCIA EN EL CONCEPTO DE “UTILIZACIÓN DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA” DEL PRINCIPIO DE “PRESUNCIÓN DE INOCENCIA”.

I. INTRODUCCIÓN

La amplitud y radicalidad de la prohibición de actuar en ámbito de la negociación de instrumentos financieros⁽¹⁾ mediando “información privilegiada” plantea cuestiones singularmente polémicas en la economía financiera, y a la postre resulta de difícil y compleja implantación⁽²⁾.

Prohibir a quien posea información privilegiada utilizar dicha información adquiriendo o cediendo instrumentos financieros a que se refiera tal información constituye el núcleo de semejante prohibición.

La regulación, en la normativa de la Unión Europea y en nuestro ordenamiento jurídico nacional o interno, carece de la necesaria claridad, con grave daño para la seguridad jurídica, planteando la cuestión de la determinación del título subjetivo de imputación en el uso de información privilegiada⁽³⁾. Por ello es oportuno plantearse la siguiente cuestión:

(1) Como precisan F. SÁNCHEZ CALERO y J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Instituciones de Derecho Mercantil* (33.ª edición), t. II, Aranzadi-Thomson Reuters, Cizur Menor, 2010, p. 300, la “relevante y profunda” reforma introducida en la LMV por la Ley 47/2007 “ha alterado su objeto, en el sentido de que en lugar de regular los mercados de valores en la actualidad se ocupa de la ‘regulación de la negociación de instrumentos financieros’”.

(2) Se indica en el diario económico *Expansión*, de 10 de mayo de 2007, p. 21, “Finanzas&Mercados”, que “el uso de información privilegiada es uno de los caballos de batalla del supervisor. La CNMV ha reconocido en varias ocasiones la dificultad que tiene en esta lucha, no porque no haya indicios, sino por la dificultad para demostrarlos”, y el diario *El Mundo*, del 25 de noviembre de 2007, suplemento “Mercados”, p. 1, bajo el título “La información privilegiada burla a la CNMV”, indica lo siguiente: “El dato que maneja la CNMV es revelador: En el 40% de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPA) hay sospechas de información privilegiada, y de las investigaciones que inicia la Unidad de Vigilancia del Mercado (la policía bursátil), el 90% son archivadas antes de que lleguen a la Comisión Ejecutiva, que es la que debe decidir si abre o no un expediente”, y, en p. 2, que “el supervisor bursátil es incapaz de rastrear y sancionar el 90% de los casos sospechosos. En todas las ofertas de adquisición de acciones hay movimientos anormales de la cotización de la empresa ‘opada’”.

(3) Indica D. ENTRENA RUIZ, *El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*, Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2006, p. 212: “El defecto más importante probablemente sea la propia determinación de la noción de información privilegiada; es cierto que el legislador se ha esforzado en concretar los requisitos necesarios para identificar cuando se está ante dicho tipo de información. Sin embargo, dichos requisitos no están del todo bien definidos ni por la normativa comunitaria ni por la LMV, ni por la normativa que la desarrolla, por lo que tampoco lo está la propia noción a la que sirven (...). Por tanto, puede afirmarse que la normativa actual no garantiza totalmente la seguridad jurídica en términos de certeza respecto a cuándo se posee información privilegiada. Es necesario interpretar agudamente las normas para alcanzar conclusiones clarificadoras, lo que supone apoderar a la Administración de un margen de apreciación más allá de lo razonable. Lo mismo puede decirse respecto de las conductas que están prohibidas, aunadas todas ellas bajo la prohibición genérica de utilizar información privilegiada. El tipo infractor posee una indudable vis expansiva, con el consiguiente riesgo de supraincluir conductas que quizás no debieran ser sancionadas (...). Debe además tenerse presente que es preciso completar el tipo infractor con las propias sanciones estipuladas en la Ley para poder conformarlo (...). En definitiva, el operador no conoce a ciencia cierta cuándo posee información privilegiada y qué es lo que puede hacer o no con ella”; Son reveladores del

¿Para que exista una operación con información privilegiada basta actuar con conocimiento de la información privilegiada, sin excepción, o se requiere además otro requisito? ⁽⁴⁾.

Ha de repararse en que para el sistema económico (capitalismo global) en la “era de las finanzas”, cuyo “rasgo distintivo” es la “libre circulación de capitales” (fenóme-

“estado de la cuestión” los términos concretos en que se planteó la cuestión prejudicial (por el Hof van beroep te Brussel) al Tribunal de Justicia de la Unión Europea en el asunto C-45/08 y que fueron los siguientes: 1) ¿Constituyen las disposiciones de la Directiva (2003/6), en particular su artículo 2, una armonización exhaustiva, con la excepción de las disposiciones que dejan explícitamente a los Estados miembros aplicar libremente sus medidas, o bien forman en su totalidad una armonización mínima?; 2) ¿Debe interpretarse el artículo 2, apartado 1, de la Directiva (2003/6) en el sentido de que el mero hecho de que una persona mencionada en el artículo 2, apartado 1, párrafo primero, de dicha Directiva, posea información privilegiada, adquiera o ceda, o intente adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, instrumentos financieros a los que se refiera la información privilegiada, implica al mismo tiempo que hace uso de tal información privilegiada?; 3) En caso de respuesta negativa a la segunda cuestión, ¿debe admitirse que para la aplicación del artículo 2 de la Directiva (2003/6) se requiere una decisión deliberada de utilizar una información privilegiada? Si no es necesario que tal decisión se recoja por escrito, ¿se exige que la decisión de utilizarla se desprenda de circunstancias que no sean susceptibles de otra interpretación o bien basta con que puedan entenderse las circunstancias como tales?; 4) En caso de que, con motivo de la comprobación del carácter proporcionado de una sanción administrativa, mencionada en el artículo 14 de la Directiva (2003/6), deban tenerse en cuenta los beneficios obtenidos, ¿debe admitirse que la publicación de la información que ha de calificarse de privilegiada influyó efectivamente de manera apreciable en la cotización del instrumento financiero? En caso de respuesta afirmativa, ¿qué nivel de oscilación debe existir como mínimo en la cotización para que pueda tener la consideración de apreciable?; 5) Con independencia de si la oscilación de la cotización tras la publicación de la información debe ser o no apreciable, ¿qué período debe tenerse en cuenta tras la publicación de la información para determinar el nivel de oscilación de la cotización y en qué fecha procede ubicarse para, al objeto de establecer la sanción adecuada, calcular la ventaja patrimonial obtenida?; 6) A la luz de la comprobación del carácter proporcionado de la sanción, ¿debe interpretarse el artículo 14 de la Directiva (2003/6) en el sentido de que, si un Estado miembro ha introducido la posibilidad de imponer una sanción penal acumulada a la sanción administrativa, a la hora de apreciar el carácter proporcionado ha de tenerse en cuenta la posibilidad y/o la cuantía de la condena económica de carácter penal? Aquel conjunto de cuestiones prejudiciales planteadas por el órgano jurisdiccional *a quo* (el Hof van beroep te Brussel), constituyen manifestaciones concretas de una cuestión nuclear y principal que puede resumirse en el siguiente interrogante: ¿Se cumple el presupuesto de hecho de este tipo de operaciones cuando la persona que posee una información privilegiada actúa con conocimiento de esta información?

⁽⁴⁾ Recogido literalmente de la interpretación que efectúa la Abogada General, Sra. Juliane Kokott, en la conclusión 43 de las presentadas el 10 de septiembre de 2009 en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck, de las cuestiones prejudiciales planteadas por el órgano jurisdiccional *a quo*. Con relación al cambio operado desde la anterior regulación comunitaria a la actual, la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, Sala Tercera, de 22 de diciembre de 2009, que la resuelve, en el asunto C-45/08, Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck contra Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA), interpreta la cuestiones prejudiciales planteadas en aquel caso en los siguientes términos: “El órgano jurisdiccional remitente intenta determinar si es suficiente, para que una operación sea calificada de operación con información privilegiada, que un poseedor primario de información privilegiada efectúe una operación de mercado con instrumentos financieros a los que se refiere esta información o si es, además, necesario determinar que esta persona ha ‘utilizado’ dicha información ‘con conocimiento de causa’”.

no relativamente reciente⁽⁵⁾, pero con efectos sistémicos⁽⁶⁾, el buen funcionamiento de los mercados de instrumentos financieros, y la confianza del público en esos mercados⁽⁷⁾ son cruciales para el crecimiento económico, el incremento de la riqueza, la creación, la mejora y transformación del empleo⁽⁸⁾, y el desarrollo humano (individual y colectivo)⁽⁹⁾.

⁽⁵⁾ Vid. G. SOROS, “La crisis del capitalismo global”, *Temas de debate*, Madrid, 1999, pp. 137-138, indicando, en p. 138, que “es la movilidad del capital, de la información y el espíritu empresarial lo que explica la integración económica”, y, en p. 140, que “el desarrollo de los mercados financieros internacionales recibió un gran impulso hacia 1980 (...). A pesar de las crisis periódicas, el desarrollo de los mercados de capital internacionales se ha acelerado hasta el punto en que pueden calificarse de verdaderamente globales”. Bien entendido que “una mirada serena y hasta donde resulte posible aséptica, a la Historia, especialmente desde la Edad Moderna, nos permite advertir que el paradigma de lo ‘global’ ha estado presente de manera permanente en nuestra civilización, eso sí, con diversas acepciones”, indica M. LÓPEZ CACHERO, en la “Respuesta al discurso de ingreso en la Real Academia de Doctores del Académico electo Doctor don Eugenio Prieto Pérez, de la Sección de Ciencias Políticas y Economía”, Real Academia de Doctores, Madrid, 2002, pp. 58-59; Vid. M. FERNÁNDEZ ÁLVAREZ, *La gran aventura de Cristóbal Colón*, Espasa Calpe, especialmente, pp. 58-59 y 166 ss., sobre las Capitulaciones de Santa Fe; También A. DE MIGUEL, *Escritos contra corriente. El otro sentir de la sociedad española*, Espasa Calpe, Madrid, 2006, pp. 176-192.

⁽⁶⁾ Ejemplo de ello son las consecuencias de la “crisis griega”. Al respecto puede verse en la portada de *El Economista* del miércoles, 28 de abril de 2010, un dibujo con el siguiente editorial “¡Pobres Pigs!. El contagio del ‘virus’ griego desploma la bolsa y amenaza con dejar caer el Ibx a los 10.000 puntos”, y en p. 6, “El contagio se acelera. Pánico en los parqués”, “Los bancos disparan las primas de riesgo y causan grandes bajadas en los mercados europeos”. La portada del mismo diario económico del miércoles 5 de mayo de 2010 se titula “¿Impacto limitado? La bolsa se deja ya 34.000 millones. Los mercados han perdido el 3,5% del PIB desde la rebaja de S&P, pese a que Salgado y Campa auguraron un impacto limitado”. El diario *El Mundo*, de 26 de diciembre de 2010, en su sección “Mercados”, p. 1, indica lo siguiente: “España ‘ahuyenta’ 115.000 millones”.

⁽⁷⁾ Indica D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 32, que “con vistas a la financiación de las actividades empresariales, cuanto más dinero depositen los ahorradores en los mercados de valores, más satisfactoriamente cumplirán su cometido. Hay sin embargo una condición *sine qua non* para que esto se cumpla: que los inversores confíen en el correcto funcionamiento del mercado de valores”.

⁽⁸⁾ Su incidencia sobre el empleo se pone especialmente de manifiesto con la creación del “Fondo Europeo de adaptación a la Globalización” por Reglamento (CE) núm. 1927/2006 del Parlamento Europeo y de Consejo de 20 de diciembre, cuya finalidad es “permitir a la comunidad prestar ayuda a los trabajadores despedidos como consecuencia de grandes cambios estructurales en los patrones del comercio mundial provocados por la globalización, cuando dichos despidos tengan un incidencia negativa importante en la economía regional o local” (artículo 1.1); Vid. F. GALGANO, “Globalizacione e conglomerazione”, en *Contratto e impresa*, CEDAM, Padua, 2006, pp. 73 y ss.

⁽⁹⁾ “El Consejo Europeo insiste en la prioridad que concede al desarrollo de un espacio de libertad, seguridad y justicia, en respuesta a una preocupación central de los pueblos de los Estados reunidos en la Unión. Basándose en los logros de los programas de Tampere y La Haya, hasta el momento se han realizado progresos significativos en este ámbito (...). A pesar de estos y otros logros importantes en el ámbito de la libertad, la seguridad y la justicia, Europa aún debe hacer frente a otros retos. Estos deben afrontarse de forma global. Es necesario, pues, seguir esforzándose para mejorar la coherencia entre los diferentes ámbitos de acción. Además, debe intensificarse la cooperación con los países socios”, se indica en el “Programa de Estocolmo — Una Europa abierta y segura que sirva y proteja al ciudadano”, formulado por el Consejo Europeo, para el período 2010-2014, publicado en el DOUE de 4 de mayo de 2010 (Serie “C”, núm. 115), punto 1.

Los mercados de instrumentos financieros “desempeñan un papel fundamental en la financiación de las economías avanzadas, constituyendo un instrumento clave para el desarrollo de las mismas”⁽¹⁰⁾, deviniendo, a la postre, esos instrumentos financieros la “financiación externa del PIB”⁽¹¹⁾. Circunstancia justificativa de la proscripción de todas aquellas conductas contrarias al correcto funcionamiento de dichos mercados, estableciéndose amplias prohibiciones y previniéndose importantes sanciones⁽¹²⁾.

Efectivamente, si aquellos mercados bajan “es probable que el efecto riqueza traduzca un declive del mercado en un declive económico”⁽¹³⁾, puesto que los mercados financieros tienen preferencia sobre los mercados de productos, al extremo de que, si se ha de elegir, las señales procedentes de los mercados financieros tienen prioridad sobre las que provienen de los mercados de productos. Esto es, “a los gestores les preocupa tanto el mercado por sus acciones como por sus productos”⁽¹⁴⁾. La crisis financiera actual ha puesto de relieve la necesidad de regular los mercados financieros y de impedir los abusos⁽¹⁵⁾.

Las conductas constitutivas de “abuso del mercado”, especialmente las consistentes en operaciones con información privilegiada, dañan el funcionamiento de los mercados de instrumentos financieros, produciendo efectos económicos especialmente negativos⁽¹⁶⁾ al impedir su adecuada “transparencia”⁽¹⁷⁾, que es un presupuesto de

(10) E. HERNÁNDEZ SAINZ, *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2007, p. 56; De la sensibilidad de los mercados financieros a acontecimientos que pueden parecer lejanos a la economía financiera da idea el editorial de la sección “Economía” del diario *El Economista*, del lunes 19 de abril de 2010, p. 30, que es del siguiente tenor literal “La réplica bursátil del volcán amenaza con desplomes en las principales líneas aéreas”.

(11) J.A. SANTOS ARRARTE, “Sistema financiero, mercado de capitales y bolsa”, en *Curso de bolsa y mercados financieros* (4.ª edición actualizada), Ariel-Instituto Español de Analistas Financieros, Barcelona, 2007, p. 5.

(12) Dependiendo de cada sistema jurídico concreto. Según A.J. MONROY ANTÓN, “El bien jurídico protegido en el delito de abuso de información privilegiada”, *RDBB*, núm. 98, abril-junio de 2005, p. 78, en el delito de abuso de información privilegiada el bien jurídico protegido consistiría “en el correcto funcionamiento del mercado de valores, plasmado a su vez en la defensa del patrimonio de los inversores, la igualdad de oportunidades entre ellos y la transparencia de dicho mercado”; Vid. D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), especialmente pp. 125 y ss.; También E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), pp. 36-37, 233 y 515.

(13) G. SOROS, *op. cit.* (*La crisis del capitalismo global*), p. 165, que precisa, “las compañías que cotizan en bolsa aumentan en número y tamaño y los intereses de los accionistas dominan aún más”.

(14) Según G. SOROS, *op. cit.* (*La crisis del capitalismo global*), p. 160.

(15) Precisa el “Programa de Estocolmo — Una Europa abierta y segura que sirva y proteja al ciudadano”, formulado por el Consejo Europeo, para el período 2010-2014, publicado en el DOUE de 4 de mayo de 2010 (Serie “C”, núm. 115), punto 3.4.2.

(16) En torno a la información privilegiada esta afirmación se efectúa con las naturales cautelas, al existir poderosos argumentos en contra y no ser unánime la opinión al respecto.

(17) Según la STJUE de 10 de mayo de 2007, asunto C-391/04, Ypourgos Oikonomikon, Proïstamenos DOY Amfissas y Charilaos Georgakis, “la necesidad de garantizar la transparencia de las transac-

negociación eficiente para todos los sujetos que participan en los mercados financieros⁽¹⁸⁾, al eliminar el libre e igual acceso a la información pertinente⁽¹⁹⁾, núcleo de las “diez fuerzas que aplanan la Tierra”⁽²⁰⁾.

ciones efectuadas por personas que ejercen competencias de dirección en entidades emisoras de valores y, en su caso, por personas estrechamente vinculadas con éstas, no figuraba, como tal, en la Directiva 89/592, mientras que de los considerandos décimo quinto, vigésimo sexto y vigésimo séptimo de la Directiva 2003/6 se desprende que, como medida preventiva contra el abuso de mercado, se incorporó el concepto de transparencia en el marco comunitario relativo a la protección de los mercados de instrumentos financieros mediante la adopción, en 2003, de esta última Directiva que, en el momento de su entrada en vigor, derogó la Directiva 89/592”; La STJUE de 5 de julio de 2007, asunto C-430/05, Ntioni Anonymi Etaireia Emporias H/Y, Logismikou kai Paroxis Ypiresion Michanografisis, Ioannis Michail Pikoulas y Epitropi Kefalaiaogoras, pone de manifiesto la extraordinaria importancia del folleto publicado con objeto de la admisión a cotización, indicando que “el artículo 21 de la Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores, debe interpretarse en el sentido de que no se opone a que el legislador nacional establezca —para el caso en que los datos contenidos en el folleto publicado con objeto de la admisión de valores negociables a cotización oficial en una Bolsa de valores sean inexactos o engañosos— sanciones administrativas no sólo contra las personas que aparecen expresamente citadas en este folleto como responsables, sino también contra el emisor de dichos valores e, indistintamente, contra los miembros del consejo de administración del emisor, independientemente de si éstos figuran o no como responsables en dicho folleto”.

⁽¹⁸⁾ Precisa la STC 133/1997, de 16 de julio: “si por sistema financiero se tiene al conjunto de instituciones entidades y operaciones a través de los cuales se canaliza el ahorro hacia la inversión, suministrando (oferta) dinero y otros medios de pago para financiar la actividades de los operadores económicos (demanda), el mercado de valores no es sino un elemento o parte integrante del sistema financiero. En concreto, aquel que comprende las operaciones de colocación y de financiación a largo plazo así como las instituciones que efectúan principalmente estas operaciones. Más específicamente aún, el elemento definidor del mercado de valores lo constituyen valores negociables —representados por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos —emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisiones. La emisión de dichos valores y su consecuente negociabilidad, puede tener lugar en el mercado primario de valores (...) o en los mercados secundarios oficiales de valores (...), integrados (...), por las Bolsas de Valores el Mercado de Deuda Pública y aquellos otros de ámbito estatal y referentes a los valores representados mediante anotaciones en cuenta que se creen”; Indica E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), pp. 69-70, que “el Derecho del mercado de valores se ha consolidado como categoría sistemática superadora de la tradicional división entre Derecho de sociedades y Derecho bursátil (...). A su vez el Derecho del mercado de valores se integra en una categoría más amplia: el Derecho del mercado financiero, constituido por el conjunto de normas que regulan los mecanismos que permiten garantizar la eficiente asignación del ahorro a la inversión. Está compuesto por tres subsectores: El Derecho bancario, el Derecho del Mercado de Valores y el Derecho de los Seguros privados y de los planes de pensiones, que se hallan entrelazados entre sí por compartir: unos mismos principios básicos, a saber, la transparencia y la protección de los intervinientes en estos mercados (inversores, ahorradores y asegurados); unas pautas idénticas de regulación entrelazando normas de Derecho público y de derecho privado; una fuerte interrelación de productos que se negocian en los tres mercados y una interconexión evidente entre los intermediarios profesionales de los mismos mediante la formación de grandes conglomerados financieros. En este marco, la prohibición de publicación de los abusos de información privilegiada ocupa un lugar relevante”.

⁽¹⁹⁾ Sobre la transparencia y los efectos de Internet *vid.* J. CREMADES, *Micropoder. La fuerza del ciudadano en la era digital*, Espasa Calpe, Madrid, 2007, especialmente pp. 175-196.

⁽²⁰⁾ T. FRIEDMAN, *La Tierra es plana. Breve historia del mundo globalizado del siglo XXI*, MR Ediciones, Madrid, 2005.

Consecuentemente los “perniciosos efectos” de la utilización de información concreta calificable de privilegiada no pueden minimizarse⁽²¹⁾, pues hace “que la gran mayoría de los inversores y participantes en los mercados de valores actúen con información asimétrica o errónea lo que, además de quebrar el principio de igualdad, eleva el riesgo de sus operaciones y disminuye su confianza y, en consecuencia, reduce la liquidez de los mercados de valores. De ahí que, en la actualidad, la legislación de todos los mercados financieros internacionales sancionen tales conductas”⁽²²⁾. Incluso su mera comunicación⁽²³⁾ puede reprobarse al constituirse en necesario antecedente respecto de su utilización consistente en la adquisición, mediando aquella información, de valores negociables e instrumentos financieros o en la realización de actos de disposición sobre ellos⁽²⁴⁾.

(21) Precisa E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 210, que “en líneas generales, se presta poca o ninguna atención a las conductas de comunicación (...) de información privilegiada, que aparecen ligadas a la negociación y que sin duda se producirían en un contexto de libre uso de informaciones privilegiadas. Con ello quedan escondidos los perniciosos efectos que para la transparencia tienen estas conductas”.

(22) Palabras iniciales del “primer borrador” de la “Iniciativa contra el abuso de mercado”, de la CNMV, de fecha 27 de enero de 2007.

(23) Al extremo de que se ha publicado por la CNMV una “Guía de actuación para la transmisión de información privilegiada a terceros”, que “contiene una serie de recomendaciones de carácter no vinculante que contribuyen a asegurar la confidencialidad de la información privilegiada mantenida por los emisores y comunicada de conformidad con lo previsto en la LMV a terceros”. Aquellas medidas y recomendaciones “van dirigidas tanto a los transmisores como a los receptores de tal información”; *Vid.* A. MARTÍNEZ FLORES, “Sobre los destinatarios de la prohibición de usar información privilegiada (artículo 81.2 de la Ley del Mercado de Valores Española)”, en *Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. III, McGraw-Hill, Madrid, 2002, p. 2811; Como se precisa en la STJUE de 22 de noviembre de 2005, asunto C-384/02, Knud Grøngaard, Allan Bang, “de los considerandos segundo a quinto de la Directiva 89/592 se desprende que ésta tiene por objeto asegurar el buen funcionamiento del mercado secundario de valores negociables y mantener la confianza de los inversores que se basa, entre otras cosas, en la garantía de que estarán en igualdad de condiciones y de que estarán protegidos contra el uso ilícito de la información privilegiada. A la luz de estos objetivos y habida cuenta del hecho de que el artículo 3, letra a), de la Directiva 89/592 constituye una excepción que ha de recibir una interpretación estricta, la revelación de esta información únicamente está justificada si es estrictamente necesaria para el ejercicio de un trabajo, una profesión o una función y respeta el principio de proporcionalidad. En el caso de revelaciones sucesivas, cada una de ellas debe satisfacer estos requisitos para acogerse a la excepción prevista en el artículo 3, letra a), de la Directiva 89/592. Para apreciar la necesidad de una revelación de información privilegiada, debe tomarse en consideración, además, el hecho de que cada revelación adicional puede aumentar el riesgo de que esta información sea explotada con una finalidad contraria a la Directiva 89/592”. Me remito a mi trabajo “La prohibición de revelar información privilegiada: Su delimitación y alcance para los miembros del órgano de administración o de control elegidos por los trabajadores”, *RDBB*, núm. 109, enero-marzo de 2008, pp. 31-131.

(24) Acerca del carácter preventivo de la prohibición de revelar información privilegiada, D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), pp. 94 y ss.; En el primer borrador de la “Iniciativa contra el abuso de mercado”, de la CNMV, de fecha 27 de enero de 2007, ya citado, se indica que la actuación

La normativa de la Unión Europea sobre abuso de mercado obliga a los Estados miembros de la Unión Europea (en adelante Estados miembros)⁽²⁵⁾ a establecer medidas de “carácter efectivo, proporcionado y disuasorio” contra la revelación de información privilegiada (artículo 14.1, *in fine*, de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado —abuso del mercado—, DAM, en adelante Directiva 2003/6), sin exigir a que sean de una determinada naturaleza (penas, sanciones administrativas o medidas de otra naturaleza, no sancionadora)⁽²⁶⁾. Esto es,

debe centrarse “de manera prioritaria, sobre “el uso o comunicación a terceros de información privilegiada relacionada con: 1. Grandes operaciones societarias (tales como OPAs; fusiones o combinaciones de negocios; compras y ventas de participaciones accionariales significativas en la sociedad; o compra o enajenación de activos societarios significativos); 2. Presentación por la sociedad de información financiero-económica, previsiones de resultados o cambios de políticas (...) cuando se aparten significativamente de lo esperado”; Indica F. SÁNCHEZ CALERO, “La sociedad cotizada en bolsa en la evolución del Derecho de sociedades” (discurso leído el día 26 de marzo de 2001 en el acto de su recepción como Académico de Número, en la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación), Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 2001, p. 68, que “ciertamente puede decirse que en la actualidad nuestro ordenamiento parece haber pasado de la preocupación por encontrar las vías para la tutela de los derechos de los accionistas y de la minoría en la gran sociedad anónima, a la protección de los intereses de los inversores que se efectúa por medio de un conjunto de normas imperativas contenidas en la Ley del Mercado de Valores (...). Esta protección (de los inversores) está basada en el interés público de que los eventuales inversores, a los que se solicita por las entidades emisoras que adquieran determinados valores estén ampliamente informados sobre las características de tales valores y las garantías que ofrece la entidad emisora. Surge de esta manera una tutela mediata o genérica de los eventuales inversores y una más directa de aquellos que efectúan la inversión”.

(25) Ha de repararse en que el sistema de “cláusula general”, deducible del contenido de la Directiva 2003/6 y LMV, y el principio de libre circulación de capitales determinan que dudosamente pueda considerarse que siga siendo aplicable la jurisprudencia comunitaria según la cual, el Derecho comunitario “no se opone a la aplicación de disposiciones legales de un Estado miembro más restrictivas que las previstas en (la) Directiva en lo que respecta a la prohibición de explotar información privilegiada, siempre que el alcance de la definición de la información privilegiada utilizada para aplicar la legislación correspondiente sea idéntico para todas las personas físicas o jurídicas a las que ésta se refiere” (STJUE de 3 de mayo de 2001, asunto C-28/99, Juan Verdonck, Ronald Everaert y Édith de Baedts, apartado 35). La Directiva 89/592 expresamente admitía en su artículo 6 la posibilidad de que los Estados miembros establecieran disposiciones más restrictivas, siempre que fueran de aplicación general; semejante posibilidad ha desaparecido en la Directiva 2003/06, además de establecerse en su considerando 43, penúltimo y último apartados, “la necesidad de respetar las diferencias en los mercados nacionales cuando no perjudiquen indebidamente a la coherencia del mercado único” y “la necesidad de asegurar la coherencia con otras normas comunitarias en este ámbito, puesto que los desequilibrios en la información y la falta de transparencia pueden poner en peligro el funcionamiento de los mercados y, sobre todo, perjudicar a los consumidores y a los pequeños inversores”.

(26) Sobre si es preferible utilizar la vía penal o sancionadora administrativa, la compatibilidad de la vía penal y sancionadora administrativa, y la aplicación del principio *ne bis in idem*, en materia de represión de conductas constitutivas de empleo ilegal de información privilegiada (abuso del mercado), *vid.* D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), pp. 355-368 y 405-410; También E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*La prohibición de los abusos de información privilegiada en el Derecho del Mercado de Valores Francés*), pp. 761-770.

sin perjuicio del derecho de los Estados miembros a imponer, en su caso, sanciones penales⁽²⁷⁾, aquellos Estados miembros habrán de garantizar, de conformidad con su

(27) En nuestro ordenamiento jurídico, la Ley Orgánica 5/2010, de 22 de junio, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal, ha dado nueva redacción al artículo 284 CP, según el cual “Se impondrá la pena de prisión de seis meses a dos años o multa de doce a veinticuatro meses a los que: Empleando violencia, amenaza o engaño, intentaren alterar los precios que hubieren de resultar de la libre concurrencia de productos, mercancías, títulos valores o instrumentos financieros, servicios o cualesquiera otras cosas muebles o inmuebles que sean objeto de contratación, sin perjuicio de la pena que pudiere corresponderles por otros delitos cometidos; Difundieren noticias o rumores, por sí o a través de un medio de comunicación, sobre personas o empresas en que a sabiendas se ofrecieren datos económicos total o parcialmente falsos con el fin de alterar o preservar el precio de cotización de un valor o instrumento financiero, obteniendo para sí o para tercero un beneficio económico superior a los 300.000 euros o causando un perjuicio de idéntica cantidad; Utilizando información privilegiada, realizaren transacciones o dieran órdenes de operación susceptibles de proporcionar indicios engañosos sobre la oferta, la demanda o el precio de valores o instrumentos financieros, o se aseguraren utilizando la misma información, por sí o en concierto con otros, una posición dominante en el mercado de dichos valores o instrumentos con la finalidad de fijar sus precios en niveles anormales o artificiales; En todo caso se impondrá la pena de inhabilitación de uno a dos años para intervenir en el mercado financiero como actor, agente o mediador o informador”. Semejante penalización de las conductas constitutivas de abuso de mercado se explica en la exposición de motivos de la precitada Ley Orgánica 5/2010, apartado XVIII, en los siguientes términos: “Teniendo como referente la Directiva 2003/06 del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado, se han llevado a cabo reformas en el campo de los delitos relativos al mercado y los consumidores. Así, se incorpora como figura delictiva la denominada estafa de inversores, incriminando a los administradores de sociedades emisoras de valores negociados en los mercados de valores que falseen las informaciones sobre sus recursos, actividades y negocios presentes o futuros, y de ese modo consigan captar inversores u obtener créditos o préstamos. Del mismo modo, se castiga la difusión de noticias o rumores sobre empresas donde se ofreciesen datos falsos para alterar o preservar el precio de cotización de un instrumento financiero y la conducta de quienes utilizando información privilegiada realicen transacciones u órdenes de operación que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de instrumentos financieros, o para asegurar, en concierto con otras personas, el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial, así como el concierto para asegurarse una posición dominante sobre la oferta o demanda de un instrumento financiero”. La prensa se ha hecho eco de tan importante cambio legislativo, así el diario económico *Expansión* del 22 de diciembre de 2010, p. 8, dedica un amplio comentario a la materia bajo el título “Difundir rumores falsos supondrá pena de cárcel”. Además también han de tomarse en consideración los artículos 285 (según redacción dada por Ley Orgánica 15/2003, de 25 de noviembre), y artículo 442 CP. Según D. ENTRENA RUIZ, *op. cit. (El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador)*, p. 1120, “tanto el tipo penal como el administrativo pueden ser calificados como delito e infracción administrativa de peligro, en la medida en que no requieren un resultado lesivo contra el bien jurídico protegido, son tan solo su puesta en peligro”; En el mismo sentido GÓMEZ INIESTA, “Sanciones administrativas y penales en el ámbito del mercado de valores”, en *Instituciones del Mercado financiero* (Alonso Ureba, A. y Martínez Simancas, J., dir.), La Ley, Madrid, 1999, p. 431; También A.J. MONROY ANTÓN, *op. cit. (El bien jurídico protegido en el delito de abuso de información privilegiada)*, pp. 35 y ss., que propone, en p. 80, un tipo penal modificado, según considera, aun cuando el tipo penal “está correctamente definido, excepto por el hecho de que sólo incluye la información obtenida con ocasión del ejercicio de la actividad profesional o empresarial”, precisando, pp. 70-80, que “si de verdad se pretende proteger el correcto funcionamiento del mercado, es decir, la transparencia, la igualdad y el patrimonio de los inversores, hay que incluir en el tipo penal cualquier información relevante (...) provenga de donde provenga. Es este sentido, habría que ir mucho más allá del primer paso que da la Directiva 2003/6/CE, que ya incluye la información obtenida de actividades delictivas, e incluir cualquier vía de acceso a dicha información, castigando así tanto a los iniciados primarios como a los que obtienen información de éstos”.

Derecho nacional, que se impongan sanciones administrativas⁽²⁸⁾ o que se tomen otras medidas apropiadas contra las personas responsables cuando no se hayan cumplido las disposiciones adoptadas con arreglo a la Directiva 2003/6. Dando así “preferencia a la vía administrativa sobre la penal para sancionar el empleo ilegal de información privilegiada”⁽²⁹⁾.

Ciertamente aquella infracción administrativa parece ser de peligro abstracto⁽³⁰⁾ y constituir una infracción formal⁽³¹⁾, afirmándose que es suficiente con la realización de las conductas constitutivas de uso de información privilegiada para que se considere cometida a infracción. Consideraciones que no impiden destacar que cuando el legislador “prohíbe emplear información privilegiada y lo sanciona penal y administrativamente, ha realizado un juicio de valor negativo de dicha conducta, y en consecuencia, no se trata de una infracción formal carente de toda valoración social”. Esta última circunstancia plantea la cuestión del criterio o canon interpretativo a aplicar en relación especialmente con la “excepción a tal prohibición”, si aquella interpretación debe ser estricta o restrictiva, o si por el contrario no ha de ajustarse a ningún criterio particular, bastando con la utilización de las reglas hermenéuticas ordinarias o comunes.

Conjunto de consideraciones y medidas que fundamentan la prohibición del abuso de información privilegiada en la protección de la integridad de los mercados de valores, y garantizan un “funcionamiento correcto de los mismos tanto desde una perspectiva de estricta eficiencia económica, como desde una perspectiva de libertad e

(28) LMV, artículo 99, letra o, que tipifica como infracción muy grave: “El incumplimiento de las obligaciones establecidas en el artículo 81.2 de la presente Ley, cuando el volumen de los recursos o de los valores o de los instrumentos financieros utilizados en la comisión de la infracción sea relevante o el infractor haya tenido conocimiento de la información por su condición de miembro de los órganos de administración, dirección o control del emisor, por el ejercicio de su profesión, trabajo o funciones o figure o debiera haber figurado en los registros a los que se refieren los artículos 83 y 83 bis de esta Ley”. Artículo 100, letra x, que establece como infracción grave “El incumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 81 y 82 de esta Ley, cuando no constituya infracción muy grave con arreglo a lo previsto en el artículo anterior”; Vid. G. JIMÉNEZ-BLANCO, “El derecho sancionador del mercado de valores en la jurisprudencia de los Tribunales contencioso-administrativos”, *RDBB*, núm. 65, enero-marzo de 1997, pp. 149 y ss.; También M. FUERTES, “El Derecho sancionador en los mercados de valores: La eterna reforma”, *RDBB* núm. 73, enero-marzo de 1999, pp. 109 y ss.

(29) D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 120.

(30) Destaca E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 528.

(31) Vid. D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 121, según el cual, p. 122, en la infracción de uso ilegal de información privilegiada (al tratarse de una infracción de peligro abstracto, el conocimiento del peligro no es exigido en el tipo) “realmente se desconoce cuál es el efecto concreto y exacto que sobre el mercado provoca una operación aprovechándose de ella. Lo más que se llega a aventurar es que distorsiona la libre formación de los precios y merma la confianza de los inversores”; También GÓMEZ INIESTA, *op. cit.* (*Sanciones administrativas y penales en el ámbito del mercado de valores*), p. 409.

igualatoria, equitativa y de justicia”⁽³²⁾. Pero que impiden la existencia de posiciones contrarias, afirmativas y defensoras de que semejante conducta “no provoca ningún daño a nadie, antes al contrario, aumenta la eficacia del mercado, contribuyendo a un mejor empleo de los recursos disponibles”⁽³³⁾. ¿Por qué no es ético el uso de información privilegiada? ¿Hay motivos suficientes para que esté prohibida por la legislación?⁽³⁴⁾.

Las posiciones favorables al uso de información privilegiada destacan que “si el precio de un valor se eleva como consecuencia del uso que alguien ha hecho de información privilegiada, los titulares de los mismos activos pueden verse inducidos a venderlos o comprarlos. En consecuencia, al mismo tiempo se ha producido un acercamiento del precio de los activos al valor real de una compañía, y por tanto se ha aumentado la eficacia del mercado”, y que “los beneficios obtenidos son producto del esfuerzo personal de un individuo por encontrar información, pudiendo servir así para equilibrar los bajos salarios que, en su caso, se perciban”⁽³⁵⁾.

No obstante y a pesar de semejantes alegatos, el criterio generalmente admitido es el primeramente expuesto. Esto es, que “la prohibición de emplear información privilegiada es necesaria para garantizar, fundamentalmente, la equidad entre los inversores y la propia integridad del mercado, incluso a pesar de que no exista seguridad científica de que los afecte”, bien que deba dejarse afirmado que únicamente si fueran ciertas aquellas argumentaciones (*efficient market* hipótesis) podría ser razonable admitir el uso de información privilegiada, “pues los precios se acercarían al valor real de las empresas emisoras y dicha conducta no agravaría el fallo de información asimétrica que posee el mercado de valores, al contrario de lo que sucede realmente”⁽³⁶⁾.

(32) E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 286, que indica, en p. 282, lo siguiente: “No hay ninguna razón que justifique que los mercados de valores queden al margen de las exigencias de ‘juego limpio’ y comportamiento honesto que se imponen con carácter general en los mercados de bienes y servicios. La justicia como valor superior de nuestro ordenamiento consagrado por la Constitución, impone la corrección de actuaciones de quienes participan en cualesquiera mercados”. Sobre el “juego limpio” a la luz de la “teoría de juegos”, *vid.* K. BINMORE, *La teoría de juegos. Una breve introducción*, Alianza Editorial, Madrid, 2009, pp. 234-235.

(33) Destaca D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 37, aludiendo a los estudios de PRAT RODRIGO, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA y BATTACARYA Y DAOUR.

(34) D. MELÉ CARNÉ, “Aspectos éticos de los mercados de valores”, en *Curso de bolsa y mercados financieros* (4.ª edición actualizada), Ariel, Barcelona, 2007, p. 463.

(35) Precisa D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), pp. 37-38.

(36) D. MELÉ CARNÉ, *op. cit.* (*Aspectos éticos de los mercados de valores*), p. 463, que precisa, “en cualesquiera mercados”.

Destaca D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 39 con cita de COX, HILLMAN y LANGENVOORT.

En todo caso conviene reparar en que “situar a los inversores en igualdad de condiciones en los mercados de capitales únicamente se logra de dos maneras. Por un lado, se requiere un deber de transparencia⁽³⁷⁾, por el que las sociedades que cotizan en bolsa están obligadas a publicar determinados datos con el fin de que el precio de sus acciones corresponda al valor objetivo de la empresa. Esto permite a todos los inversores evaluar el precio de las acciones en relación con la situación real de las empresas de que se trate. Por otro lado, la igualdad de condiciones de los inversores se garantiza mediante la prohibición del uso y revelación de información privilegiada”⁽³⁸⁾.

Aquellas apreciaciones sin embargo no son óbice para poder afirmar que la vinculación entre la revelación de información privilegiada y la realización de operaciones con esa información no es necesaria ni inevitable, y que tiene un marcado cariz ético, por lo que, en ocasiones, se impone en consonancia con la dimensión “social”⁽³⁹⁾, de los sistemas de economía social de mercado, la transmisión de información privilegiada a determinados sujetos, más allá de autoridades públicas y supervisores del mercado, sin que por ello se ponga en cuestión la transparencia del mercado y la igualdad de los inversores, ni consecuentemente la eficacia misma del sistema económico.

Además, los inversores razonables basan sus decisiones de inversión en la información de la que ya disponen, es decir, la información previa disponible. Consiguientemente la cuestión de la probabilidad de que al tomar una decisión de inversión un inversor razonable pudiera tener en cuenta una información concreta no claramente privilegiada debe plantearse sobre la base de la información previa disponible⁽⁴⁰⁾,

(37) “Lejos de recular, la opacidad de los mercados financieros ha aumentado”, así titula *El Economista* del lunes, 19 de abril de 2010, p. 27, una entrevista con Dominique Cerutti, presidente de NYSE-EURONEX, en Europa, en la que el entrevistado afirma: “Lejos de recular, la opacidad ha aumentado considerablemente desde hace dos años en los mercados. Sólo en el de acciones se ha duplicado (...). Las zonas opacas (*dark pools*) tienen una razón de ser legítima, que consiste en no desestabilizar el mercado por el importante volumen de los bloques que se intercambian. Pero, a base de exenciones, se produce un derivado y las plataformas gestionan volúmenes de cualquier tamaño, dando pie a una mayor opacidad. Otra consecuencia son las redes cruzadas, que captan cada vez más volumen en los mercados de acciones. La opacidad de ambos sistemas es casi total, desde la ejecución de órdenes hasta la publicación de las operaciones, con simples datos agregados, en gran medida insuficientes y poco transparentes. Esto plantea tres cuestiones: la primera va ligada al riesgo sistémico, la segunda a la protección de los inversores y la transparencia en la política de precios y, la última, a una competencia justa (...) ¿Qué grado de opacidad estamos dispuestos a aceptar en los mercados y cómo evitar los derivados?”.

(38) Conclusión 25 de las presentadas el 25 de mayo de 2004, por el Abogado General Sr. Poirares Maduro, en el asunto C-384/02, *Anklagemyndigheden contra Knud Grøngaard y Allan Bang*.

(39) Según el artículo 1 de la Constitución de 1978, “España se constituye en un Estado social y democrático de Derecho”. Sobre el conflicto entre “derechos de libertad y derechos sociales”, *Vid. L. FERRAJOLI, Garantismo*, Editorial Trotta, Madrid 2006, pp. 88 y ss. y 94 y ss.

(40) Se indica en el considerando primero (1) de la exposición de motivos de la Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre. De tal manera que la información posterior, como se manifiesta en el considerando segundo (2) de aquella Directiva “no deberá utilizarse para adoptar medidas contra alguien que haya sacado conclusiones razonables de la información previa disponible o de la que dispusiera, lo que no impide que esa ‘información posterior’ se pueda utilizar ‘para comprobar la presunción de que la información previa afectaba sensiblemente al precio’ y su revelación o utilización deba calificarse como ‘abuso de mercado’”.

produciéndose graves tensiones respecto del “acceso libre a la información”⁽⁴¹⁾, que constituye uno de los caracteres definitorios del “aplanamiento de la tierra”.

Se añade, a semejante dificultad, la circunstancia de que la prohibición de utilizar o revelar información privilegiada “no es absoluta”, pues existen supuestos en los que el conocimiento, la conveniente discreción y secretismo sobre determinadas operaciones (p. ej., fusiones, adquisiciones, outsourcing, offshoring, insourcing y otros fenómenos semejantes propios de la globalización y del momento en que vivimos, y a los que puede aludirse genéricamente como “reestructuraciones empresariales”⁽⁴²⁾), pueden determinar uso o aprovechamiento de información privilegiada⁽⁴³⁾, pero también entrar en conflicto con el derecho de determinadas personas a conocer información sobre esa misma operación empresarial, y utilizarla para atender y proteger sus intereses, dignos de tutela y amparados por el ordenamiento jurídico⁽⁴⁴⁾.

(41) Vid. T. FRIEDMAN, *op. cit.* (*La Tierra es plana. Breve historia del mundo globalizado del siglo XXI*), pp. 162 y ss.

(42) La STJUE de 22 de noviembre de 2005, asunto C-384/02, Knud Grøngaard, Allan Bang, indica que “en este contexto, procede estimar que la información privilegiada relativa a una fusión entre dos sociedades que cotizan en bolsa generalmente reviste una naturaleza particularmente delicada”; Sobre los fenómenos de reestructuración financiera y la toma de participaciones por los trabajadores mediante stock options, *vid.* J. FRED WESTON, M.L. MITCHELL y J. HAROLD MULHERIN, *Takeovers, restructuring, and corporate governance*, Pearson, U.S.A., 2004, especialmente capítulos 13 y 15; También A. TAPIA HERMIDA y A. TAPIA FRADE, “Stock options (opciones sobre acciones) y planes de stock options dirigidos a los trabajadores (employees stock options plans-ESOPs)”, *RDBB*, núm. 87, julio-septiembre de 2002, pp. 43 ss.; A. BAYLOS GRAU, “El derecho al trabajo como derecho constitucional”, en *La protección de derechos fundamentales en el orden social*, Consejo del Poder Judicial, Madrid, 2005, especialmente pp. 29 y ss.

(43) Según E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 242, “los abusos de información privilegiada cometidos por los administradores de una sociedad cotizada sólo causan daños efectivos a su sociedad en supuestos excepcionales. Así cuando se producen tomas de control o en otros procesos de reestructuración societaria relevantes”; Sobre la asimetría de los mercados y la información en los mercados *vid.* T. HARFORD, *El economista camuflado. La economía de las pequeñas cosas*, Ediciones Temas de Hoy, Madrid, 2007, especialmente capítulo 3, pp. 81-103; También J. AYALA ESPINO, *Instituciones y Economía. Una introducción al neoinstitucionalismo económico*, Fondo de Cultura Económica, México, 2005 (segunda reimpresión), especialmente pp. 142-146.

(44) Sobre los derechos de información de los trabajadores conviene recordar la sólida jurisprudencia constitucional, según la cual “dada la posición preeminente de los derechos y libertades constitucionales en el ordenamiento jurídico, la modulación que el contrato de trabajo pueda producir en su ejercicio habrá de ser la estrictamente imprescindible para el logro de los legítimos intereses empresariales y proporcional y adecuada a la consecución de tal fin” (SSTC 6/1982, de 21 de enero; 106/1996, de 12 de junio; 204/1997, de 25 de noviembre; 1/1998, de 12 de enero; 90/1999, de 26 de mayo; 98/2000, de 10 de abril; 80/2001, de 26 de marzo; 20/2002, de 28 de enero; 213/2002, de 11 de noviembre, y 126/2003, de 30 de junio). “Los equilibrios y limitaciones recíprocos que se derivan para ambas partes del contrato de trabajo suponen (...) que también las facultades organizativas empresariales se encuentren limitadas por los derechos fundamentales del trabajador, quedando obligado el empleador a respetarlos” (STC 292/1993, de 18 de octubre). “Desde la prevalencia de tales derechos, su limitación por parte de las facultades empresariales sólo puede derivar, bien del hecho de que la propia naturaleza del

II. LOS PRINCIPIOS ESENCIALES DEL MERCADO: LIBERTAD E IGUALDAD. LA INFORMACIÓN Y LAS “CAPACIDADES GENERALES” COMO ELEMENTOS DE EQUILIBRIO

El tratamiento de la problemática relativa la utilización de información privilegiada requiere adentrarse, siquiera sucintamente, en los principios básicos de los sistemas económicos de mercado ⁽⁴⁵⁾, que se concretan, en la actualidad, en los valores de

trabajo contratado implique la restricción del derecho” (SSTC 99/1994, de 11 de abril; y 106/1996, de 12 de junio), “bien de una acreditada necesidad o interés empresarial, sin que sea suficiente su mera invocación para sacrificar el derecho fundamental del trabajador” (SSTC 99/1994, de 11 de abril; 6/1995, de 10 de enero; y 136/1996, de 23 de julio). Además de todo ello “el ejercicio de las facultades organizativas y disciplinarias del empleador no puede servir en ningún caso a la producción de resultados inconstitucionales, lesivos de los derechos fundamentales del trabajador” (SSTC 94/1984, de 16 de octubre; 123/1992, de 28 de septiembre; 134/1994, de 9 de mayo, y 173/1994, de 7 de junio), “ni a la sanción del ejercicio legítimo de tales derechos por parte de aquél” (STC 11/1981, de 8 de abril). Me remito a mis trabajos “Revelación de información privilegiada por los representantes de los trabajadores (Comentario a la STJCE de 22 de noviembre de 2005 de 7 de noviembre de 2005, Asunto C-384/2002)”, *Revista de Trabajo y Seguridad Social-Recursos Humanos* (CEF), núm. 277, abril de 2006, pp. 105-132; “Los derechos de información y consulta y los despidos colectivos, en un mundo globalizado (Comentario a las SSTJCE de 18 de enero y 15 de febrero de 2007, asuntos C-270/05 y 385/05)”, *Revista de Trabajo y Seguridad Social-Recursos Humanos* (CEF), núm. 295, octubre de 2007, pp. 143-170.

⁽⁴⁵⁾ Indica J.K. GALBRAITH, *La economía del fraude inocente. La verdad de nuestro tiempo*, Crítica, S.L., Barcelona, 2004, p. 14, lo siguiente: “Siempre he topado con un error popular. Lo que predomina en la vida real no es la realidad, sino la moda del momento y el interés pecuniario. La confusión es tan irresistible que (...) incluso ha afectado a la forma en que comúnmente se describe el sistema vigente. Cuando el capitalismo, el referente histórico, dejó de ser aceptable, el sistema fue rebautizado. El nuevo nombre (sistema de economía de mercado) resultó satisfactorio pero carecía de significado”, y más adelante, pp. 17-21, que “el sistema económico común a los países económicamente avanzados del mundo y, con ciertos matices, a todos los demás (...) convierte en máximas autoridades económicas a quienes controlan las plantas y equipos industriales, la tierra y los recursos financieros más relevantes. Antes eran los propietarios quienes estaban al frente de sus compañías, pero hoy las empresas de cierta envergadura y dedicadas a actividades de elevados niveles de complejidad cuentan con una dirección profesional (...), son los directivos, y no los poseedores del capital, quienes detentan el verdadero poder en la vida real no es la realidad, sino la moda del momento y el interés pecuniario”. Precizando sobre el sistema de economía de mercado, en pp. 18-21, lo siguiente: “no hay duda alguna sobre qué fue lo que motivó el cambio. El capitalismo surgió en Europa en la época mercantil con la manufactura, compra, venta y transporte de bienes y prestación de servicios. Después aparecieron los industriales, dotados del poder y prestigio otorgados por la propiedad directa o indirecta, y los trabajadores, víctimas de su indudable debilidad negociadora. La opresión fue el resultado de la ausencia de alternativas al trabajo duro y con frecuencia penoso. Marx y Engels, en algunos de los textos más influyentes de la historia, plantearon las posibilidades y promesas (...). En Europa la palabra ‘capitalismo’ afirmaba de modo demasiado estridente el poder de la propiedad y la magnitud de la opresión y sometimiento de los trabajadores; en este contexto la revolución no era algo imposible ni inverosímil. En Estados Unidos el término tenía connotaciones diferentes, pero igualmente negativas (...). A finales del siglo XIX, no eran solo los trabajadores estadounidenses quienes albergaban una actitud hostil hacia el capitalismo, sino también el público en general (...). Lo que siguió fue una decidida búsqueda de un nombre alternativo que fuera satisfactorio (...). Fue así como se llegó finalmente a ‘sistema de mercado’, una designación más o menos culta que carecía de una historia adversa; De hecho una expresión que carecía por completo de historia”. Terminando por afirmar, en p. 24, que “hablar de un sistema de mercado (...) carece de sentido; es una fórmula errónea, insípida, complaciente”; Afirma G. SOROS, *op. cit. (La crisis del capitalismo global)*, p. 61: “Estoy convencido que el sistema de economía de mercado es, como cualquier otra organización humana, intrínsecamente defectuoso”.

libertad e igualdad, así como en el justo equilibrio entre ellos y en la ponderación de su eficiencia económica.

Libertad e igualdad corren parejas, por más que las ideologías imperantes en el siglo XX las contrapusieran con efectos nefastos, de sobra conocidos, sólo defendidos por fanáticos criminales, nuevos⁽⁴⁶⁾ y viejos, dando lugar a una etapa de barbarie de odiosa memoria⁽⁴⁷⁾, que no puede darse por finalizada⁽⁴⁸⁾, por más que se procuren encomiables esfuerzos para superarla⁽⁴⁹⁾.

(46) Indica M. FRAGA IRIBARNE, “La nueva barbarie”, *ABC*, de 14 de octubre de 1990, p. 3: “En medio de los éxitos de la técnica y los esplendores (a menudo enfermizos) de la sociedad de consumo, vemos aparecer cada día nuevas manifestaciones de barbarie (...). De todas las manifestaciones de la nueva barbarie, la más sobrecogedora es la del terrorismo, en todas sus vertientes. Cuando ya han caducado los grandes ideologías revolucionarias, en la Europa del Este como en el resto del mundo, subsisten grupos minoritarios empeñados en arreglar la sociedad a tiros y bombazos”; *Vid.* G. BUENO, *Panfleto contra la democracia realmente existente* (2.^a edición), La esfera de los libros, 2004, pp. 35 y ss.

(47) Baste con la cita de D. JONAH GOLDHAGEN, *Los verdugos voluntarios de Hitler. Los alemanes corrientes y el holocausto*, Taurus, Madrid, 1997; J.-C. MÈLUICH, *La lección de Auschwitz* Herder, Barcelona, 2004; M. BUBER-NAUMAN, *Prisionera de Stalin y de Hitler*, Galaxia Gutenberg, Barcelona, 2005; J. BOYNE, *El niño del pijama a rayas*, Salamandra, Barcelona, 2007; J. OBERSKI, “*Infancia*”, Ediciones B, Barcelona, 2008; V. SPITZ, *Doctores del infierno*, Tempus, Barcelona, 2009; E. MAN, *Cuando las luces se apagan*, Ediciones Destino, Barcelona, 2009; A. SOLZHENISTYN, *Archipiélago Gulag*, Biblioteca El Mundo, Italia, 2002; D. RAYFIELD, *Stalin y los verdugos*, Taurus, Madrid, 2003; V. GROSSMAN, *Todo fluye*, Galaxia Gutenberg, Barcelona, 2008; S. COURTYOIS, N. WERTH, J.-L. PARNÉ, A. PACZKOWSKI, K. BARTOSEK y J.-L. MARGOLIN, *El libro negro del comunismo*, Espasa Calpe/Editorial Planeta, Madrid-Barcelona, 2008. A. de FOXÁ, *Madrid, de corte a checa*, El Buey Mudo, Madrid, 2009; E. PACE, *Los fundamentalismos*, Siglo XXI Editores, Madrid, 2006; M.E. HIRST, *Kabul*, Edigraebel, S.A/Verticales de Bolsillo, Barcelona, 2007; L. REES, *El holocausto asiático. Los crímenes japoneses en la segunda guerra mundial*, Crítica, S.L., Barcelona, 2009; Siglo XX al que C. DEL PONTE, *La Caza. Yo y los criminales de guerra*, Ariel, 2009, p. 50, califica del “más sangriento de la historia humana”.

(48) *Vid.* C. DEL PONTE, *op. cit.* (*La Caza. Yo y los criminales de guerra*).

(49) “La Unión está basada en valores comunes y en el respeto de los derechos fundamentales. Tras la entrada en vigor del Tratado de Lisboa, la rápida adhesión de la Unión al Convenio europeo para la protección de los derechos humanos y de las libertades fundamentales es de importancia crucial. Ello reforzará la obligación que incumbe a la Unión, incluidas sus instituciones, de asegurarse de que en todos sus sectores de actividad se promuevan de forma activa los derechos y las libertades fundamentales. La jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea y del Tribunal Europeo de Derechos Humanos podrá seguir desarrollándose en sintonía, reforzando la creación de un sistema europeo uniforme de derechos humanos y fundamentales, basado en el Convenio Europeo y en los establecidos en la Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea. El Consejo Europeo invita: a la Comisión a que presente urgentemente una propuesta sobre la adhesión de la Unión al Convenio europeo para la protección de los derechos humanos y de las libertades fundamentales, a las instituciones de la Unión y a los Estados miembros, a asegurarse de que las iniciativas legales sean compatibles con los derechos y las libertades fundamentales en todo el proceso legislativo, reforzando la aplicación de la metodología para una supervisión sistemática y rigurosa del cumplimiento del citado Convenio y de los derechos y libertades establecidos en la Carta de los Derechos Fundamentales. El Consejo Europeo invita a las instituciones de la Unión a (...) seguir apoyando y promoviendo la actividad de la Unión y de los Estados miembros contra la impunidad y luchando contra los delitos de genocidio, los crímenes de lesa

La libertad y la igualdad confluyen y encuentran un ponderado equilibrio de la capacidad o capacidades⁽⁵⁰⁾. “La libertad es valiosa al menos por dos razones diferentes. Primera, más libertad nos da más oportunidad de perseguir nuestros objetivos, esas cosas que valoramos (...). Segunda, podemos atribuir importancia al proceso de elección como tal (...). La distinción entre el ‘aspecto de oportunidad’ y el ‘aspecto de proceso’ de la libertad puede ser a su vez significativo y de largo alcance”⁽⁵¹⁾.

Pero además es exigible “la igualdad en los derechos de libertad: que ninguna persona debe tener más derecho a la libertad que otra”⁽⁵²⁾. Esto es, “si bien las libertades iguales para todos pueden restringirse, estos límites están sujetos a determinados criterios expresados por el significado de libertad igual (...). La libertad es desigual, tanto cuando una clase de personas tiene mayor libertad que otra como cuando la libertad es menos extensa de lo que debería ser. Ahora bien, todas las libertades ciudadanas tienen que ser idénticas para cada miembro de la sociedad”⁽⁵³⁾.

Debiendo no obstante repararse “como se deduce de la parábola orweliana, en (que en) la sociedad tampoco existe nada igual. La naturaleza, como ponen de manifiesto las ideas sobre el caos, huye de la simetría; en la misma, podría decirse, nada es igual. Sin embargo, siempre ha existido la vaga idea de un igualitarismo utópico; de una igualdad de capacidades naturales. Cierto y verdadero es que la igualdad no es una

humanidad y los crímenes de guerra en este contexto, promover la cooperación entre los Estados miembros, los terceros países y los tribunales internacionales en este ámbito, y en particular la Corte Penal Internacional (CPI), y desarrollar el intercambio de información judicial y de las mejores prácticas en relación con el enjuiciamiento, por medio de la red europea de puntos de contacto, de los reos de crímenes de genocidio, crímenes de lesa humanidad y crímenes de guerra. La Unión es un espacio de valores compartidos, valores que son incompatibles con los crímenes de genocidio, de lesa humanidad y de guerra, entre ellos los cometidos por los regímenes totalitarios. Cada Estado miembro tiene su propio punto de vista sobre esta cuestión pero, en aras de la reconciliación, la memoria de estos crímenes debe ser colectiva, compartida y promovida, siempre que sea posible, por todos nosotros. La Unión debe desempeñar el papel de propiciador. El Consejo Europeo invita a la Comisión: a estudiar si es necesario formular nuevas propuestas relativas a la expresión pública de la aprobación, negación o trivialización grosera, de los crímenes de genocidio, de lesa humanidad y de guerra cometidos contra un grupo de personas definido por referencia a criterios que no sean la raza, el color, la religión, ascendencia u origen nacional o étnico, como la posición social o las ideas políticas, se indica en el “Programa de Estocolmo — Una Europa abierta y segura que sirva y proteja al ciudadano”, formulado por el Consejo Europeo, para el período 2010-2014, publicado en el DOUE de 4 de mayo de 2010 (Serie “C”, núm. 115), punto 2.1.

⁽⁵⁰⁾ Bien que se afirme que “como los ciudadanos, en la sociedad civil, y especialmente en la sociedad civil de mercado, son necesariamente desiguales (imposibilidad de una sociedad de mercado pletórico de consumidores clónicos) habrá que concluir que la igualdad ante la ley refuerza y acrecienta (...) las desigualdades de la sociedad civil”, indica G. BUENO, *op. cit.* (*Panfleto contra la democracia realmente existente*), pp. 239-240.

⁽⁵¹⁾ AMARTYA SEN, *La idea de la justicia*, Taurus, Madrid, 2010, pp. 258-259.

⁽⁵²⁾ AMARTYA SEN, *op. cit.* (*La idea de la justicia*), p. 321.

⁽⁵³⁾ J. RAWLS, *Teoría de la justicia*, Fondo de Cultura Económica, México, Madrid, Buenos Aires, 1979, p. 236.

ley de la naturaleza”⁽⁵⁴⁾. En todo caso la igualdad refiere una entidad ideal sumamente compleja⁽⁵⁵⁾.

En la idea de la libertad “republicana” o “neorromana” “la libertad (*liberty*) no se define sólo como lo que la persona es capaz de hacer en cierta esfera, sino también como la exigencia de que los otros no puedan eliminar dicha capacidad incluso si quieren hacerlo. En esta perspectiva la libertad (*liberty*) de una persona puede verse comprometida, incluso si no hay interferencia, tan sólo por la existencia de un poder arbitrario de otro que pudiera obstaculizar la libertad de la persona a actuar como querría, aún si dicho poder de intervenir no se ejerce realmente”⁽⁵⁶⁾, y eso es precisamente lo que podría suceder respecto de las deseos (capacidades) racionales de determinadas inversiones si no se estableciese la prohibición de utilizar información privilegiada por un iniciado.

En una ajustada ponderación de la capacidad o capacidades individuales se encuentra el punto de equilibrio entre libertad e igualdad. Del triunfo de la civilización frente a la barbarie. Al socaire de dicha pretensión podemos cuestionarnos que “si la igualdad es importante, y la capacidad constituye, en efecto, un rasgo central de la vida humana, ¿no sería justo suponer que debemos exigir igualdad de capacidad?”⁽⁵⁷⁾. La respuesta puede ser matizada, pero desde luego será negativa en cuanto suponga arrear absolutamente la idea de libertad y anular completamente todo atisbo racional de la capacidad o capacidades individuales.

Deteniéndonos en esa idea de capacidad o capacidades generales, como punto de equilibrio en la vida del ser humano o la persona, resulta que “las capacidades se definen como derivadas de las actividades e incluyen *inter alia* toda la información sobre las combinaciones de actividades que una persona puede escoger”⁽⁵⁸⁾. Esto es, la “información igual” es relevante para las personas en términos de justicia y de bienestar o eficacia económica. Apareciendo y mostrando toda su importancia la regulación jurídica de la prohibición de utilización de “información privilegiada”.

1. La libertad, la información y las capacidades personales

La libertad tiene diferentes dimensiones o la posibilidad de ser objeto de distintos enfoques⁽⁵⁹⁾. Ha venido predominando la perspectiva política de la libertad, parecien-

(54) J.F. MERCADER UGUINA, “El marco teórico del principio de igualdad”, en *Los principios del Derecho del Trabajo* (L.E. de la Villa y L. López Cumbre, dir.), Centro de Estudios Financieros, Madrid, 2003, p. 211.

(55) “Igualdad compleja” —versus— “igualdad simple”, en la conocida tesis de M. WALZER, *Las esferas de la justicia. Una defensa del pluralismo y la igualdad*, FCE, México, 1997.

(56) AMARTYA SEN, *op. cit.* (*La idea de la justicia*), p. 335.

(57) AMARTYA SEN, *op. cit.* (*La idea de la justicia*), p. 325.

(58) AMARTYA SEN, *op. cit.* (*La idea de la justicia*), p. 266.

(59) Vid. J. RAWLS, *Lecciones sobre la historia de la filosofía moral*, Paidós, Barcelona, Buenos Aires, México, 2001, pp. 148, 298 y 353, principalmente.

do que éste fuera su ámbito natural. Así se ha venido afirmando que “los hombres que conviven en comunidad política no se encuentran nunca con relación al Estado en una situación de sometimiento absoluto, que les prive de toda determinación espontánea; jamás ofrece la realidad un caso auténtico de *status subiectionis*, en que los ciudadanos se hallen en absoluta pasividad inerte. El reconocimiento de un *mínimum* de espacio libre para la vida individual es condición primaria para el ejercicio de derechos eficaces”⁽⁶⁰⁾.

Con más amplitud se indica que la libertad puede ser explicada “por referencia a tres cosas: los agentes que son libres, las restricciones o límites de los que están libres y aquello que tienen libertad de hacer o no hacer. Las explicaciones completas de la libertad proporcionan la información relevante acerca de estas tres cosas. Muy a menudo ciertas cuestiones son claras a partir del contexto y no es necesaria una explicación completa. La descripción general de la libertad tiene, entonces, la siguiente forma: esta o aquella persona (o personas) está libre (o no está libre) de esta o aquella restricción (o conjunto de restricciones) para hacer (o no hacer) tal o cual cosa. Las asociaciones, al igual que las personas naturales, pueden ser libres o no, y las restricciones pueden ir desde deberes y prohibiciones establecidas por el derecho hasta influencias coercitivas que surgen de la opinión pública y de presiones sociales”⁽⁶¹⁾.

En otra perspectiva, “las instituciones y las reglas son, por supuesto, muy importantes, por su influencia en lo que sucede y por ser parte esencial del mundo real, pero la realidad efectiva va mucho más allá de la imagen organizacional e incluye las vidas que la gente es capaz o no de vivir (...). Ser capaz de razonar y de escoger es un aspecto significativo de la vida humana”⁽⁶²⁾.

Por ello ha de concluirse que la primera de aquellas perspectivas es parcial y por ello insuficiente, refiere “libertades concretas” y no un “*status libertatis/status civitatis*”, conlleva un despedazamiento, que no una simple descomposición, división racional o desgajamiento de “la libertad”, por más que se intente remediar mediante la afirmación de que “las libertades básicas habrán de ser evaluadas como un todo, como un sistema único (y que) normalmente el valor de cada una de estas libertades depende de la especificación de las otras (y que) el ajuste del esquema total de la libertad depende únicamente de la definición y extensión de las libertades particulares”⁽⁶³⁾.

(60) N. PÉREZ SERRANO, *Tratado de Derecho Político* (segunda edición), Civitas, Madrid, 1984, p. 605.

(61) J. RAWLS, *op. cit.* (*Teoría de la justicia*), pp. 234-235.

(62) AMARTYA SEN, *op. cit.* (*La idea de la justicia*) p. 50.

(63) J. RAWLS, *op. cit.* (*Teoría de la justicia*), pp. 23-236. Delimita y conceptúa, en pp. 76-77, la “institución”, en los siguientes términos: “Sistema público de reglas que definen cargos y posiciones con sus derechos y deberes, poderes e inmunidades, etc. Estas reglas especifican ciertas formas de acción como permisibles, otras como prohibidas; y establecen ciertas sanciones y garantías para cuando ocurren violaciones a las reglas”, como ejemplos de instituciones alude a los “ritos y los juegos, procesos judiciales y parlamentos, mercados y sistemas de propiedad”. Añadiendo que “una institución puede pensarse ‘de dos maneras’: primero, como un objeto abstracto, esto es como posible forma de conducta expresada mediante un sistema de reglas; y segundo, como la realización de las acciones especificadas por esas reglas, efectuadas en el pensamiento y en la conducta de ciertas personas en cierto tiempo y lugar”.

La prohibición de utilización de información privilegiada es una limitación a la libertad efectiva, cuya justificación es dudosa desde la perspectiva de las razones para actuar racionalmente y escoger en consecuencia. Precisamente esa “información privilegiada” constituye una entidad factitiva suficientemente consistente para actuar, es un motivador racional externo, no un mero deseo, que justifica suficientemente una decisión racional ⁽⁶⁴⁾.

En fin, que la restricción a la utilización de información privilegiada, para ser admisible, ha de ser completa, en el ámbito concreto al que se refiere, los mercados de instrumentos financieros, y ha de fundamentarse en ámbitos ajenos a la libertad, esto es, en la igualdad, pero no en una restricción igual de la libertad informativa, o en un resto igual de aquella libertad para todos, limitadora y contradictoria del libre mercado. La exigencia de una libertad igual, esto es el tener a los actuantes en el mercado como iguales, se logra únicamente si éstos tienen la misma información, y como ello no es posible pues contrariaría el fundamento más íntimo de la libertad, entonces se traslada la prohibición a la actuación de ese exceso de información, que no se detenta igualitariamente, y que por ello se tacha de “privilegiada” o “no igualitaria”. Esa débil fundamentación justificativa de la restricción de la libertad se pretende reforzar con argumentos especulativos de una mayor eficiencia económica proporcionada por criterios de máxima competencia.

2. La igualdad, la información y las capacidades individuales

La “igualdad” constituye uno de los “términos icono” de la retromodernidad (nueva “religión civil” rousseauiana ⁽⁶⁵⁾), y se utiliza de manera espuria, lejos de su significado, cual fetiche, hasta la contradicción (como “igualdad desigual”/“desigualdad igual”).

Frente a semejante corrupción lógica y terminológica, debe afirmarse la trascendencia que la igualdad ha tenido en el advenimiento y desarrollo de la modernidad, y mantiene en el grado de civilización actual, así como su significado central en las democracias contemporáneas. Efectivamente, “la igualdad no sólo estaba entre las principales exigencias revolucionarias en la Europa y las Américas del siglo XVIII. También ha habido un consenso extraordinario sobre su importancia en el mundo posterior a la Ilustración (...) cada teoría normativa de la justicia social que ha recibido apoyo y defensa en tiempos recientes parece exigir la igualdad de algo, algo que esa

⁽⁶⁴⁾ En este sentido J.R. SARLE, *Razones para actuar. Una teoría del libre albedrío*, Ediciones Nobel, Oviedo, 2000, especialmente pp. 151-154.

⁽⁶⁵⁾ La “religión civil” pedida por Rousseau. Como precisa V. PALACIO ATARD, *Manual de Historia Universal*, t. III, EDAD MODERNA, Espasa-Calpe, Madrid, 1959, p. 623, aquella religión “consistiría en una convención que no obligaría al fuero de las conciencias, pero por ella se aceptarían unas obligaciones religiosas externas fijadas por el Estado: quien no las profese que sea excluido del Estado, no por impío, sino por insociable; quien las quebrante después de haberlas aceptado, que sea condenado a muerte. Los dogmas de esta religión civil serían pocos y sencillos, como los del deísmo que el propio Rousseau profesaba, añadido el dogma de la santidad del contrato social y de la tolerancia”; Vid. también G. BUENO, *El mito de la derecha*, Temas de hoy, Madrid, 2008, p. 12.

teoría consideraba como particularmente importante. Las teorías pueden ser enteramente diversas (orientadas a la libertad igual, el ingreso igual o el trato igual de los derechos o las utilidades de todos), y pueden combatir las unas contra las otras, pero aun así tienen la característica común de querer la igualdad de algo (algún aspecto significativo en el nuevo enfoque)”⁽⁶⁶⁾.

Por ello “no resulta sorprendente que la igualdad figure de manera prominente en las contribuciones de los filósofos políticos que serían considerados como ‘igualitarios’ y en Estados Unidos como ‘liberales’ (...). Lo más significativo es que esa igualdad se exige en una cierta forma básica”⁽⁶⁷⁾, y “la exigencia de tener a las personas como iguales (...) se refiere a la exigencia normativa de imparcialidad y a las reivindicaciones asociadas a la objetividad”⁽⁶⁸⁾.

La igualdad se asocia a “imparcialidad”, principio de raigambre kantiana. Indica el celebrado filósofo que aquella se basa en la noción de “autonomía”, según la cual “una persona actúa autónomamente, cuando los principios de acción son elegidos por él como la expresión más adecuada a su naturaleza de ser libre y racional”⁽⁶⁹⁾. La imparcialidad no solo permite una determinada concepción de la justicia⁽⁷⁰⁾, sino que es además nota definitoria del “mercado”, al extremo de que “la idea de los precios competitivos bajo condiciones normales son justos o equitativos, se remonta a la época medieval”⁽⁷¹⁾, y más específicamente de la economía de mercado, “el mejor esquema”, una de cuyas ventajas “es la eficacia”, pues “bajo ciertas condiciones, los precios competitivos seleccionan los bienes que han de producirse y asignan los recursos para su producción de manera que no hay mejor medio de obtener un buen resultado”⁽⁷²⁾, y entre esas condiciones está precisamente la “prohibición de utilizar información privilegiada”.

Se añade a ello que “otra ventaja más importante del sistema de mercado es la de que, dado el requisito de las instituciones básicas, concuerda con las libertades justas y con una justa igualdad (...). Además un sistema de mercado descentraliza el ejercicio del poder económico”⁽⁷³⁾, a todo ello, se dice, contribuye la prohibición de utilización de información privilegiada.

⁽⁶⁶⁾ AMARTYA SEN, *op. cit.* (*La dea de la justicia*) p. 321.

⁽⁶⁷⁾ AMARTYA SEN, *op. cit.* (*La idea de la justicia*) p. 321.

⁽⁶⁸⁾ AMARTYA SEN, *op. cit.* (*La idea de la justicia*) p. 323.

⁽⁶⁹⁾ Indica John RAWLS, *op. cit.* (*Teoría de la justicia*), p. 288.

⁽⁷⁰⁾ Así la formulada por J. RAWLS, *op. cit.* (*Teoría de la justicia*), especialmente capítulo I, pp. 19-73.

⁽⁷¹⁾ J. RAWLS, *op. cit.* (*Teoría de la justicia*), p. 309.

⁽⁷²⁾ J. RAWLS, *op. cit.* (*Teoría de la justicia*), p. 309.

⁽⁷³⁾ Afirma J. RAWLS, *op. cit.* (*Teoría de la justicia*), p. 310.

Las “leyes iguales”⁽⁷⁴⁾ conllevan la igualdad formal ante el Derecho o la ley, y actúan como presupuestos de la idea de igualdad en los sistemas democráticos contemporáneos, y manifiestan su origen en el espíritu de la Ilustración⁽⁷⁵⁾, o lo que es lo mismo en el imperio de la razón. La prohibición de utilizar información privilegiada se pretende engarzar ventajosamente en esa tradición, de ahí la conveniencia de efectuar un breve excursus sobre el estado de la igualdad ante la ley en nuestro sistema jurídico.

La igualdad ante la ley, preciso es recordarlo, constituyó uno de los “derechos inalienables”, obra del iusnaturalismo, definidos en la Declaración de Virginia de 1776, y después en la Declaración de Derechos francesa de 1789. En nuestro país habrá de esperarse a la Constitución de 1837, para ver consagrado aquel principio igualatorio, que se mantendrá en los posteriores textos constitucionales de 1845, 1869, 1876, 1931 y 1978, presentándose como un principio de expresión constitucional, y también como un principio general del Derecho⁽⁷⁶⁾.

Nuestro ordenamiento jurídico constitucional institucionaliza ese principio moral y ético de igualdad, mediante la proclamación de la igualdad de todos ante la ley y la proscripción de la discriminación, configurándose como el derecho fundamental por excelencia, clave de bóveda de todo el andamiaje constitucional, de tal manera que aparece en nuestra Constitución “como un derecho subjetivo de los ciudadanos a obtener un trato igual, que obliga a los poderes públicos a respetarlo”, y que se ha expandido a las relaciones *inter privados*, y no sólo como un mero efecto reflejo de su expresión jurídico pública⁽⁷⁷⁾.

El origen del principio de igualdad “ante la ley” en la Ilustración y el liberalismo político conllevó que su aplicabilidad o “exportación” a las relaciones entre sujetos particulares fuera inicialmente limitada y tímida (en tanto que una modalidad más de “ante la ley”). Sólo tras un largo devenir se superó ese anclaje histórico proyectándose, sin ambages, el meritado principio general del Derecho y constitucional, núcleo de los

(74) Sobre las “leyes iguales”, *vid.* Giovanni SARTORI, *Qué es la democracia*, Taurus, Madrid, 2003, pp. 258 y ss.

(75) Su paradigma, la Revolución francesa de 1789, “es un gozne en la historia entre las revoluciones que seguían el modelo griego, más o menos *aggiornato*, y culminaban en una democracia, y las revoluciones de modelo marxista-leninista, que acabarían en las democracias populares de tipo dictatorial (...) La Revolución francesa procede del espíritu de la Ilustración, como ya la americana, como proceden del espíritu del Humanismo las anteriores. Solamente hay algo fatal cuando el ideologismo adquiere caracteres absolutos, pretende imponerse rápidamente y por la fuerza: es entonces cuando degenera en tiranía. El bien y el mal se mezclan aquí, de manera misteriosa. Es el único ejemplo en la historia”, indica F. RODRÍGUEZ ADRADOS, *Historia de la democracia. De Solón a nuestros días*, Temas de Hoy, Madrid, 1997, pp. 272-273.

(76) J. GÁLVEZ, “Artículo 14”, en *Comentarios a la Constitución Española* (Garrido Falla, F. y otros), Editorial Civitas, Madrid, 1980, p. 182.

(77) Por más que una, no irreprochable, jurisprudencia constitucional limite aquella expansión aduciendo que “el respeto de la igualdad ante la ley se impone a los órganos del poder público, pero no a los sujetos privados, cuya autonomía está limitada sólo por la prohibición de incurrir en discriminaciones contrarias al orden público constitucional”.

sistemas democráticos, a las relaciones entre sujetos particulares, sin demérito alguno de la libertad o “autonomía” personal.

La radical racionalidad del principio de igualdad, que puede pretenderse derivar de las leyes o teoremas de identidad, de tercio excluso y de no contradicción, lo ubica, por méritos propios, en el centro de cualquier discurso jurídico en las culturas y sociedades nacidas de la cultura grecolatina⁽⁷⁸⁾. No obstante su formulación jurídico-constitucional no se compeadece plenamente con la claridad que su raigambre lógica demanda, y puede considerarse o bien que ha sido excesivamente respetuosa y complaciente con los restos ideológicos subyacentes al pensamiento ilustrado y liberal que está en su origen, o bien que la interferencia de las “capacidades” individuales la relativiza respecto de su formulación atinente a las “leyes de la lógica y la razón”.

En esa perspectiva igualitaria ha de ubicarse la justificación de prohibición, establecida por la ley, de utilización de información privilegiada, en cuanto supone una equiparación de igualdad de oportunidades para que los inversores puedan realizar sus intereses, y, al propio tiempo, proscribte el “juego con ventaja” en un marco de concurrencia y competitivo de decisiones financieras.

III. “INFORMACIÓN PRIVILEGIADA” Y “FORMAS (TEORÍA) DE JUEGOS”

La exclusión del uso o utilización de información privilegiada se vincula a la idea de la justicia, a través de las elecciones racionales y las formas (teoría) de juegos⁽⁷⁹⁾.

1. La emergente relación entre “información privilegiada” y “formas (teoría) de juegos”

El punto de partida, sin duda necesitado de posteriores y significativas aportaciones⁽⁸⁰⁾, se establece en la Directiva 2003/6⁽⁸¹⁾, al indicar:

- Que “un mercado financiero integrado y eficiente requiere integridad del mercado”.
- Que “el buen funcionamiento de los mercados de valores y la confianza del público en los mercados son requisitos imprescindibles para el crecimiento económico y la riqueza”, y

⁽⁷⁸⁾ Vid. J. COTTINGHAN, *El racionalismo*, Ariel, Barcelona, 1987; También L. FIGA FAURA, *Lógica, tópica y razonamiento jurídico*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 1983.

⁽⁷⁹⁾ K. BINMORE, *op. cit.* (*La teoría de juegos. Una breve introducción*), pp. 234-235. Sobre el “valor de la información” vid. J.C. AGUADO FRANCO, *Teoría de la decisión y de los juegos*, Delta Publicaciones, Madrid, 2006.

⁽⁸⁰⁾ Vid. AMARTYA SEN, *op. cit.* (*La idea de la justicia*), especialmente pp. 344-347.

⁽⁸¹⁾ Segundo (2) Considerando.

- Que “el abuso del mercado daña la integridad de los mercados financieros y a la confianza del público en los valores y productos”.

Como se ha precisado, “pongamos un ejemplo: los agentes de bolsa que consiguen menos beneficios que sus competidores se van a la quiebra. Las reglas generales empleadas por los agentes bursátiles se encuentran por tanto sujetas al mismo tipo de presiones evolutivas que las que tienen los genes de los peces o de los insectos. Por consiguiente, sí tiene sentido examinar los equilibrios de Nash en juegos protagonizados por agentes de bolsas, aunque todos sabemos que algunos de ellos no serían capaces de orientarse en una pecera de peces dorados, por no decir en un libro de teoría de juegos”⁽⁸²⁾.

2. Un test: “información” —versus— “información privilegiada”

Es conveniente hacer recordatorio, de que, según ya se indicó, “la idea de que los precios competitivos bajo condiciones normales son justos y equitativos, se remonta a la época medieval”⁽⁸³⁾, y de que a la institución del “mercado”⁽⁸⁴⁾, cuya transcendencia para cualquier sistema económico (bien que existan fundadas dudas de su real y efectiva posibilidad en la medida en que no se este en un sistema de propiedad privada), se acepta en base a la distinción entre “la función de asignación de precios y de

(82) K. BINMORE, *op. cit.* (*La teoría de juegos. Una breve introducción*), p. 32.

(83) J. RAWLS, *op. cit.* (*Teoría de la justicia*), p. 309.

(84) Cuyo origen es difuso, bien que pueda otearse en la afirmación de J. DIAMOND, *Armas, gérmenes y acero. La sociedad humana y sus destinos. ¿Por qué los pueblos de Eurasia conquistaron, desplazaron o diezmaron a las poblaciones autóctonas de América, Australia y África, y no a la inversa?*, Editorial Debate, Madrid, 1998, pp. 329-330, de que en la medida en que se supera la “horda” y la “tribu” aparece el “mercado”; Indica J.K. GALBRAITH, *Historia de la Economía* (5.ª edición), Ariel, Barcelona, 1991, p. 19, en relación con Grecia y Roma, que “había mercados y artesanos, en su mayoría esclavos, pero poca actividad industrial en el sentido que hoy se atribuye al término”; Indica E. GRENDI *Formas de mercado: el análisis histórico*, Oikos-Tau, Barcelona, 1992, p. 17, que “Una sociedad económica sin intercambio es inconcebible; por el contrario se puede concebir una sociedad sin moneda”; en pp. 32-33, que “los sistemas de mercado interno son algo más que meros mecanismos de intercambio: ellos forman parte de la estructura institucional territorial, reflejo de la asimetría social relativa, explicada por la amplitud y dirección de los flujos de bienes específicos”, y en p. 38 que “la formación del mercado interno es posterior al nacimiento del comercio internacional y del mercado local”; La aparición de una actividad económica de mercado, y en esa medida de empresa, se produce ya con la aparición de la moneda en Grecia y Roma (inicialmente por el rey Cresos de Lidia, 560-546 a.d.C.). La consiguiente aparición de una economía monetizada supuso la definitiva implantación de sociedades de mercado en el ámbito de las culturas occidentales y mediterráneas. También en China, ya a la altura de la dinastía Tang (618-907 d.c.), “los monasterios budistas dotados de abundante riqueza se convirtieron en centro de difusión de las nuevas formas artísticas y religiosas, y, en menor medida, del comportamiento de mercado. Después de todo, los monasterios eran empresas económicas además de religiosas”. En general puede afirmarse que “es posible ver paralelos estrechos en el desarrollo de América, Eurasia y África”, en el desarrollo de las economías de mercado, indican MCNEILL, J.R. y MCNEILL, W.H., *Las redes humanas. Una historia global del mundo*, Crítica, Barcelona, 2004, pp. 76, 81, 127 y 135.

distribución”⁽⁸⁵⁾, se le han atribuido importantes ventajas, tanto de orden ético o moral como de orden estrictamente económico.

En el primer sentido, ético o moral, se incluyen entre las ventajas “más importantes” de aquella institución del mercado el que “concuera con las libertades justas y con una justa igualdad de oportunidades”⁽⁸⁶⁾, y que “además un sistema de mercado descentraliza el ejercicio del poder económico”⁽⁸⁷⁾, lo que a su vez promueve una “sociedad bien ordenada” (“moralidad de la autoridad, moralidad de la asociación y moralidad de los principios”), cuyo mínimo es la democracia o “gobierno por discusión”⁽⁸⁸⁾.

En el segundo de aquellos sentidos, económico o de eficiencia económica, se afirma que los mercados de instrumentos financieros constituyen los mercados que más se acercan, desde el punto de vista teórico, al “mercado perfecto”⁽⁸⁹⁾, o que se está “muy próximo a la competencia perfecta”⁽⁹⁰⁾, y que, en este sentido, constituyen “el lugar ideal para el ejercicio de la especulación”, que ya ha superado la tacha medieval de inmoralidad, pues en la “era de las finanzas”, en la que nos ha tocado vivir, el

(85) J. RAWLS, *op. cit.* (*Teoría de la justicia*), que en p. 311 indica lo siguiente: “Es necesario reconocer que las instituciones del mercado son comunes, tanto en los regímenes de propiedad privada como en los socialistas y distinguir entre la función de asignación de precios y la de distribución. Ya que, bajo el socialismo, los medios de producción y los recursos naturales son públicamente poseídos, la función distributiva se restringe en gran parte, mientras que en un sistema de propiedad privada, se usan los precios gradualmente para ambos propósitos”; En el mismo sentido y recogiendo esa postura de John RAWLS se pronuncia Jacques ATTALI, *Historia de la propiedad*, Planeta, Barcelona, 1989, p. 394.

(86) J. RAWLS, *op. cit.* (*Teoría de la justicia*), p. 310.

(87) J. RAWLS, *op. cit.* (*Teoría de la justicia*), p. 310.

(88) AMARTYA SEN *op. cit.* (*La idea de la justicia*), p. 355, que a su vez se remite a las diferentes obras de J. RAWLS.

(89) R. PANIZZA, *La especulación*, Oikos-Tau, Barcelona, 1990, p. 25, en p. 10, indica que “el origen histórico de la especulación coincide probablemente con el nacimiento de la actividad comercial y del mercado (pero) solamente a partir de finales del medioevo, con el surgimiento de las primeras bolsas comerciales creadas por los mercaderes italianos (...) y con la circulación, algunos decenios más tarde, de la modalidad de circulación de mercancías de entregada diferida (...), la actividad especulativa comenzó a desarrollarse sistemáticamente y a generar aquellas ganancias que constituyeron una de las formas más importantes de acumulación primitiva”, y en pp. 11 y 12 destaca, con referencia a los siglos XVI y XVII, y en relación con la decadencia de las bolsas, especialmente las de Amberes y de Lyon, y el desarrollo de otros mercados como el de Amsterdam, con el comienzo de la negociación de las acciones de la Compañía holandesa de las Indias orientales, que: “muchos especuladores operaban ‘al descubierto’, sin poseer títulos ni dinero, confiando únicamente en las eventuales fluctuaciones del mercado durante aquel lapso de tiempo que corre entre la firma del contrato y la efectiva liquidación del mismo. Quien vendía a un precio determinado sin poseer las acciones esperaba una futura disminución del precio a fin de cubrirse a un coste inferior, y quien compraba a plazo sin poseer dinero confiaba en poder vender al contado los mismos títulos a un precio más elevado antes del día fijado para la efectiva liquidación”; Sobre la especulación también D. MELÉ CARNÉ, *op. cit.* (*Aspectos éticos de los mercados de valores*), pp. 470-474.

(90) D. MELÉ CARNÉ, *op. cit.* (*Aspectos éticos de los mercados de valores*), p. 464.

beneficio “aparece como resultado de decisiones financieras (de Inversiones y Financiación) operaciones financieras y especulativas”⁽⁹¹⁾.

Enfatizándose sobre el valor de la información, e insistiéndose en que “el uso de información privilegiada da lugar a dos efectos adversos para la competitividad del mercado”, consistentes en que “disuade a otros a adquirir información e intervenir en el mercado (si van a tener ventaja sólo quienes tengan información privilegiada, mejor dedicar los fondos a algo más rentable)” y “distorsiona la distribución de información aportada por quienes operan y reciben otros”⁽⁹²⁾.

En ese mismo orden de consideraciones, pero en términos más generales, se indica también que la institución de mercado “desempeña tres funciones en la organización de la actividad económica: primero, transmite información; segundo, aporta estímulo para adoptar los métodos de producción menos costosos (...); tercero, determina quién obtiene las distintas cantidades del producto”⁽⁹³⁾. Añadiéndose que “sin duda el mercado es el mejor sistema de asignación de recursos, pero al hacer esta afirmación, no puede olvidarse que el mercado tiene fallos (...), la existencia de extremidades, de información imperfecta y la competencia imperfecta, hace que existan fallos en el mercado (...). Por estas razones, en un mundo cada vez más globalizado, los objetivos, de alcanzar la estabilidad monetaria, el crecimiento económico estable y el empleo, no pueden dejarse en manos de la mano invisible del mercado. Los mercados financieros buscan la estabilidad monetaria a cualquier precio, pero, evidentemente, ello no conduce a un crecimiento estable y al empleo (debiéndose) evitar los inconvenientes que pueda producir el protagonismo de los mercados financieros”⁽⁹⁴⁾.

Limitándonos a la función de “transmisión de información” que llevan a cabo los mercados, resulta que el “sistema de precios sólo transmite la información importante y únicamente a las personas que necesitan conocerlo (...). Un problema importante en

(91) E. PRIETO PÉREZ, “La era de las Finanzas”, Discurso pronunciado el día 20 de febrero de 2002, con ocasión de su toma de posesión como Académico de Número de la Real Academia de Doctores, Real Academia de Doctores, Madrid, 2002, p. 13, que precisa, pp. 12-13, que en la “era de la industria, la posición dominante en la actividad económica correspondía al sistema productivo, que estaba liderado por los capitanes de empresa, portadores del espíritu de empresa. Las finanzas eran necesarias y también estaban presentes, e incluso se reconocía que sin ellas no podía existir un sistema económico moderno; sin embargo, su papel no era de liderazgo, considerándose que estaba al servicio de las empresas, de modo que para el sistema productivo la actividad financiera era un sector de servicios como otros muchos. La transformación operada en los últimos veinte años supone la inversión de posiciones: en la era de las Finanzas, éstas asumen el liderazgo e introducen un nuevo lenguaje, nuevos modelos operativos e imponen sus puntos de vista y valores”.

(92) D. MELÉ CARNÉ, *op. cit.* (*Aspectos éticos de los mercados de valores*), p. 464.

(93) M. y R. FRIEDMAN, *Libertad de elegir. Hacia un nuevo liberalismo económico*, Grijalbo, Barcelona, 1980, p. 32.

(94) E. PRIETO PÉREZ, *op. cit.* (*La era de las Finanzas*), p. 40, añadiendo, en p. 41 con cita de E. FONTELA, que “el análisis de las recientes crisis financieras internacionales, pone de manifiesto la existencia de fallos en los sistemas internacionales, fallos en los mecanismos de regulación y supervisión financiera, que no ha evolucionado al ritmo marcado por el proceso globalizador, y cuyo buen funcionamiento es sumamente necesario en unos mercados tan integrados como los actuales”.

la transmisión eficaz de la información reside en que las personas que pueden utilizarla la reciban sin molestar a quienes no la necesitan. El sistema de precios resuelve automáticamente este problema”⁽⁹⁵⁾.

Precisamente “la transmisión de información”, que llevan cabo los mercados a través de los precios, se ve enormemente facilitada en la actualidad por mercados organizados y por posibilidades de comunicación especializada. Así, se afirma que “es un ejercicio fascinante seguir la cotización diaria de los precios (...). Estos precios reflejan casi instantáneamente lo que está sucediendo en todo el mundo (...). Pocos lectores (...) se interesan por conocer más que un reducido número de cotizaciones. Pueden ignorar olímpicamente el resto (...). Todo lo que impide que los precios expresen libremente las condiciones de la oferta y la demanda obstruye la transmisión de información correcta”⁽⁹⁶⁾.

Incluyéndose en ello que “los mercados de valores realizan una función económica bien conocida, la de facilitar la negociación de valores y la obtención de financiación para las empresas. Pero, los mercados de valores prestan también una importante función ética y social en la medida en que contribuyen al bien común, y no sólo al interés económico particular”⁽⁹⁷⁾.

Aquella función de transmisión de información se ve gravemente dañada, o al menos perturbada, cuando se manipulan los mercados de instrumentos financieros mediante la ilegítima utilización de información privilegiada. “La transparencia o disclosure es realmente la clave para diferenciar las operaciones financieras de un mero sistema de apuestas”⁽⁹⁸⁾. Todo ello es precisamente lo que pretendió evitar la Directiva 2003/6, cuando insistía en que “el marco jurídico comunitario de protección de la integridad del mercado (estaba) incompleto”⁽⁹⁹⁾, añadiendo⁽¹⁰⁰⁾ las siguientes consideraciones:

- “El abuso del mercado consiste en operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado. El objetivo de la legislación contra las operacio-

⁽⁹⁵⁾ M. y R. FRIEDMAN, *op. cit.* (*Libertad de elegir. Hacia un nuevo liberalismo económico*), p. 33.

⁽⁹⁶⁾ M. y R. FRIEDMAN, *op. cit.* (*Libertad de elegir. Hacia un nuevo liberalismo económico*), pp. 34-35.

⁽⁹⁷⁾ D. MELÉ CARNÉ, *op. cit.* (*Aspectos éticos de los mercados de valores*), p. 459. En pp. 460-462 describe el caso ejemplar Levine y Boesky.

⁽⁹⁸⁾ A. SÁNCHEZ ANDRÉS, “Razones y problemas de la reforma proyectada de la Ley del Mercado de Valores”, *RDBB*, núm. 62, abril-junio de 1996, p. 369.

⁽⁹⁹⁾ Undécimo (11) Considerando, en el cual se precisan las siguientes razones: a) “Los requisitos legales varían de un Estado miembro a otro, sembrando a menudo la incertidumbre entre los agentes económicos respecto de conceptos, definiciones y ejecución; b) “En algunos Estados miembros no existe legislación alguna que aborde las cuestiones de la manipulación de precios y de la difusión de información engañosa”.

⁽¹⁰⁰⁾ Considerandos duodécimo (12) y decimoquinto (15), vigésimosexto (26) y vigésimoséptimo (27).

nes con información privilegiada es el mismo que el de la legislación contra la manipulación del mercado: garantizar la integridad de los mercados financieros comunitarios y aumentar la confianza de los inversores en dichos mercados”.

- “Las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado impiden la total y adecuada transparencia del mercado, que es un requisito previo de negociación para todos los agentes económicos que participan en los mercados financieros integrados”.
- “Una mayor transparencia de las transacciones efectuadas por personas que ejercen competencias de dirección en entidades emisoras y, en su caso, por personas estrechamente vinculadas con estas, constituye una medida preventiva contra el abuso del mercado. La publicación de dichas transacciones, al menos de forma individual, también puede ser un elemento de información de gran valor para los inversores”.
- “Los agentes del mercado deben contribuir a prevenir el abuso de mercado y adoptar disposiciones estructurales encaminadas a prevenir y detectar las prácticas de manipulación del mercado. Dichas disposiciones podrían incluir requisitos sobre transparencia de las transacciones efectuadas, información plena sobre los acuerdos en materia de regularización de precios, un sistema justo de casación de órdenes, la introducción de un sistema eficaz de detección de órdenes atípicas, unos sistemas de fijación de precios de referencia de los instrumentos financieros suficientemente robustos y normas claras relativas a la suspensión de las transacciones”.

En fin, que según aquella norma de la Unión Europea “la divulgación rápida y adecuada de información al público aumenta la integridad del mercado, mientras que la divulgación selectiva por los emisores puede llevar a una pérdida de confianza de los inversores en la integridad de los mercados financieros”⁽¹⁰¹⁾.

El objetivo de la prohibición de utilizar información privilegiada consiste en garantizar la igualdad entre las partes contractuales que intervienen en una operación bursátil, evitando que uno de ellos, poseedor de una información privilegiada que lo sitúa en una posición ventajosa con respecto a los otros inversores, saque provecho de ello en detrimento de la otra parte que desconoce tal información.

De tal manera que si todas las partes contratantes poseen la misma información se encuentran en igualdad de condiciones, y la información deja de ser privilegiada para ellos en el contexto de la ejecución de una determinada operación, porque ninguna de

⁽¹⁰¹⁾ Considerando vigésimocuarto (24), que añade: “Los agentes económicos profesionales deben contribuir a la integridad del mercado de distintas maneras. Entre estas medidas pueden figurar, por ejemplo, la elaboración de ‘listas grises’, la existencia de ‘franjas horarias para realizar transacciones’ (window trading) aplicables a las categorías sensibles del personal, la aplicación de códigos de conducta internos y la creación de ‘murallas chinas’. Las medidas preventivas de estas características sólo podrán contribuir a la lucha contra los abusos de mercado si se aplican con determinación y si se controlan adecuadamente”.

las partes contratantes está en situación de obtener una ventaja con respecto a los demás, basada en esa información⁽¹⁰²⁾.

La regulación efectuada por la Directiva 2003/6 supone limitar las alternativas a escoger por cada inversor en función de la información de que disponga (capacidades), siendo obediente aquella norma del derecho de la Unión Europea a la formulación canónica en materia de “formas de juegos”, según cuya formulación general “cada persona tiene un conjunto de actos o estrategias permisibles, del cual cada uno puede escoger uno. El resultado depende de las opciones de actos o estrategias que cada uno haga. Los requerimientos de la libertad están fijados en forma de restricciones de las opciones permisibles de actos o estrategias (lo que podemos hacer), pero no en forma de resultados (lo que podemos conseguir)”⁽¹⁰³⁾.

Efectivamente, esa norma del derecho de la Unión Europea “capta una forma en la cual se entiende con frecuencia nuestra libertad de actuar”⁽¹⁰⁴⁾, pero al propio tiempo la singulariza, en la medida en que “no se interesa sólo por las acciones respectivas, sino también por lo que emana de esas opciones consideradas en su conjunto”, y por ello puede obligar a que “las formulaciones de la forma de juego (tengan) que ser utilizadas ‘hacia atrás’”⁽¹⁰⁵⁾.

La correcta utilización de toda la información “relevante” disponible para los agentes que participan en los mercados de instrumentos financieros es un elemento de la hipótesis de eficiencia de los mismos, que en esencia mantiene que toda nueva información que llegue al mercado y cumpla el requisito de la relevancia será procesada inmediatamente por el mercado y se trasladará o reflejará inmediatamente en la cotización⁽¹⁰⁶⁾. La utilización de información privilegiada imposibilita la formación de la hipótesis de la eficiencia.

(102) Vid. STJCE de 10 de mayo de 2007, asunto C-391/04, Ypourgos Oikonomikon, Proïstame-nos DOY Amfissas y Charilaos Georgakis.

(103) AMARTYA SEN, *op. cit.* (*La idea de la justicia*), p. 345.

(104) AMARTYA SEN, *op. cit.* (*La idea de la justicia*), p. 345.

(105) AMARTYA SEN, *op. cit.* (*La idea de la justicia*), pp. 345-346; Repárese en que, como indican J. PÉREZ, J.L. JIMENO y E. CERDÁ, *Teoría de Juegos*, Pearson-Prentice Hall, Madrid, 2003, p. 243, “en los juegos dinámicos con información completa y perfecta, existe un algoritmo llamado inducción hacia atrás (...) que permite identificar con claridad, y hallar de manera sistemática los ENPS (Equilibrio de Nash perfecto en subjuegos)”, que también se puede utilizar en los juegos dinámicos con información completa pero imperfecta (pp. 251 y ss.); Vid. K. BINMORE, *op. cit.* (*La teoría de juegos. Una breve introducción*).

(106) J. PARICIO TORREGROSA y J.A. MARTÍNEZ SERRANO, “La racionalidad del mercado de valores”, en *Curso de bolsa y mercados financieros* (4.ª edición actualizada), Ariel, Barcelona, 2007, p. 495, que afirman, p. 512, lo siguiente: “el modelo de determinación del precio habitualmente utilizado se deriva bajo supuestos restrictivos imputados a sujetos maximizadores de la utilidad esperada con gustos constantes. Este modelo tan simplificado probablemente sea incapaz de recoger los principales rasgos de la compleja realidad económica”.

IV. CONSIDERACIONES EN TORNO A LA IDEA DE “INFORMACIÓN PRIVILEGIADA”

Por “información privilegiada”⁽¹⁰⁷⁾ se entiende⁽¹⁰⁸⁾ toda aquella “información de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiere directa o indirectamente a uno o varios emisores⁽¹⁰⁹⁾ de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable

⁽¹⁰⁷⁾ Término que es de origen francés, como pone de relieve Esther HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 295. Precisa la indicada autora lo siguiente: “en realidad no son las informaciones las que gozan de privilegio alguno, sino que el privilegiado es él quien las conoce, pues dadas sus características podrá operar en el mercado en situación de ventaja”; *Id.* de la misma autora “La prohibición de los abusos de información privilegiada en el Derecho del Mercado de Valores Francés”, *RDBB*, núm. 71, julio-septiembre de 1998, pp. 770-779; Sobre las diferencias entre el sistema norteamericano y anglosajón respecto del sistema comunitario y continental europeo en general, *vid.*, la misma autora en esta última obra, pp. 750-758. También WYMEERSHC, “The insider trading prohibition in the EC member States: A comparative overview”, en *European Insider Dealing. Law and Practice* (Hop y Wymeersch, edits.), Londres-Boston, 1991, pp. 121 ss.; DAVIES, “The European community’s Directive on Insider Dealing: From company Law to Securities Markets Regulation?”, *JLS*, 1991, pp. 92 y ss.; B. MINGUELL ELEIZALDE, “Información privilegiada”, en *Instituciones del mercado financiero. El Mercado de Valores Organización, control y sujetos intervinientes*, vol. VI, La Ley, Madrid 1999, pp. 3980 y ss.; D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), pp. 475-530.

⁽¹⁰⁸⁾ Indica E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 36, que “en sentido estricto, el abuso de información privilegiada consiste en la realización de transacciones con valores negociables u otros instrumentos financieros cotizados en un mercado de valores o referenciados a ellos (...). También se engloba en esa expresión la transmisión a otros sujetos y la recomendación a terceros de iniciar operaciones basadas en tales informaciones”.

⁽¹⁰⁹⁾ Sobre hechos que pudieran constituir información privilegiada directamente e indirectamente relacionada con el emisor me remito a las extensas listas “no exhaustivas y puramente indicativas” del Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores, “Directiva de abuso de mercado. Nivel 3. Segundo conjunto de orientaciones e informes de la CESR sobre la aplicación común de la Directiva en el mercado” (CESR/06-562b), julio de 2007, apartados 1.15 y 1.16; Indica D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 64, que “teniendo en cuenta la amplia gama de información que debe manejarse para alcanzar una situación de ventaja competitiva, desde el I+D, la reputación de la empresa, la situación laboral de los trabajadores, las potenciales fusiones o absorciones o las innovaciones normativas, y en general toda la información que directa o indirectamente puede afectar a los emisores —basta con comprobar las listas elaboradas por el CESR— las distintas clases de activos, cualquier noticia atinente a estos aspectos podrá influir en los inversores (...) la cuestión no es cuánta información se conoce sino cómo se reacciona frente a lo que no se conoce”; En relación con las OPAs *vid.* M. VILLEGAS, “Transparencia y gobierno corporativo: Lecciones del caso argentino”, *RMV*, p. 313; También M. GARCÍA-VILLARUBIA BERNABÉ, “Régimen de suspensión, inspección y sanción aplicable a las ofertas públicas de adquisición de valores”, *RMV*, núm. 6, año 2010, pp. 207-209.

sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos”⁽¹¹⁰⁾.

Noción que debe deslindarse cuidadosamente de “información relevante” y de “información reservada genérica”, conformando toda ella un conjunto de “información no pública”, que no se encuentra al alcance de los demás posibles inversores, y que se contrapone a la “información pública”, la cual sí está al alcance del público en general, bien por su difusión y general conocimiento bien por estar a su disposición en los registros de los organismos de supervisión⁽¹¹¹⁾.

La cantidad de “noticias” referidas a la empresa que pueden constituir información privilegiada es prácticamente ilimitada⁽¹¹²⁾, porque ilimitados son los factores que pueden influir “sensiblemente” en la cotización de los instrumentos financieros, ocupando un lugar singularmente destacado aquellos que afectan a la empresa en su dimensión jurídico objetiva y como actividad. Esa potencialidad o aptitud general de los acontecimientos no conocidos y de las noticias que no sean públicas para devenir en información privilegiada se ve contrarrestada por que no se puede considerar tal “los análisis y las estimaciones elaborados a partir de datos públicos”⁽¹¹³⁾ y “por lo tanto cualquier operación efectuada sobre la base de este tipo de análisis o estimación no debe considerarse en sí misma como constitutiva de abuso de información privilegiada”.

Tampoco debe considerarse utilización de información privilegiada, por las entidades autorizadas a actuar por cuenta propia o de terceros, el que dispongan de información para “ejecutar una orden diligentemente”, ni que los creadores de mercado o

⁽¹¹⁰⁾ Artículo 1.1 de la Directiva 2003/6. Debiendo tenerse en cuenta que “la información que pueda tener un efecto significativo en la evolución y la formación de los precios de un mercado regulado como tal puede considerarse como información relacionada indirectamente con uno o más emisores de instrumentos financieros, o con uno o varios instrumentos financieros derivados con ellos relacionados”. Según la misma norma comunitaria “en relación con los instrumentos derivados sobre materias primas, “información privilegiada significará la información, de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios de esos instrumentos derivados, que los usuarios de los mercados en que se negocien esos productos esperarían recibir con arreglo a las prácticas de mercado aceptadas en dichos mercados”; Nuestro ordenamiento recoge sucinta pero fielmente aquella definición en el artículo 81.1 LMV, y con más amplitud en el artículo 1 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre.

⁽¹¹¹⁾ Semejante circunstancia genera “incertidumbre”, indica R. MADRAZO, “Información no pública en las sociedades cotizadas españolas. Tipología y tratamiento en los reglamentos internos de conducta”, *RMV*, núm. 2, año 2008, p. 473.

⁽¹¹²⁾ *Vid.* punto 1.15 del documento CESR/06-562, de 12 de octubre de 2006.

⁽¹¹³⁾ Respeto a las “dosis de lícita especulación que estimula el hallazgo de informaciones” se refiere F. VALENZUELA GARACH, *La información en la Sociedad Anónima y el Mercado de Valores*, Civitas, Madrid, 1993, p. 272; Indica D. ENTRENA RUIZ, *op. cit. (El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador)*, p. 61, que “(no) podrá ser considerada privilegiada la información relativa los emisores de activos obtenida por unidades de inteligencia económica de las empresas porque supuestamente también se obtiene a partir de datos públicos”, pues si no se cumple aquella suposición ciertamente estaríamos ante otro tipo de infracciones.

los organismos autorizados a actuar como contrapartida que dispongan de información privilegiada se limiten “a continuar sus negocios legítimos de compraventa de instrumentos financieros”⁽¹¹⁴⁾, ni otros supuestos específicamente previstos en aquella normativa y que no es preciso ni pertinente traer a colación⁽¹¹⁵⁾.

Se define, pues, la “información privilegiada”, a partir de la actual regulación (de la Unión Europea y nacional o interna española), atendiendo a los siguientes cuatro criterios⁽¹¹⁶⁾:

- es información de carácter concreto,
- que no se haya hecho pública,
- que se refiere directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno varios instrumentos financieros,
- que si se hiciera pública, tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes.

La definición de información privilegiada ha venido siendo históricamente similar⁽¹¹⁷⁾, así se venía afirmando, en base a la regulación contenida en el apartado primero del artículo 1, de la Directiva 89/592, que la información debía cumplir varios requisitos, concretamente los de “no haberse hecho pública, tener carácter preciso,

(114) Exposición de motivos de la Directiva 2003/6, considerandos 31 y 18; *Vid.* J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “En torno al concepto de información privilegiada en los mercados de valores: una reciente aportación de la Corte de Casación francesa”, *RDBB*, núm. 60, 1995, pp. 1157 y ss.

(115) *Vid.* considerandos 20, 29, 30 y artículos 7 y 8 de la Directiva 2003/6. Sobre la diferencia entre información privilegiada y manipulación de mercado resulta especialmente ilustrativa la STJCE de 10 de mayo de 2007, asunto C-391/04.

(116) Según indica el Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores, “Directiva de abuso de mercado. Nivel 3. Segundo conjunto de orientaciones e informes de la CESR sobre la aplicación común de la Directiva en el mercado” (CESR/06-562b), julio de 2007, punto 1.2; *Vid.* E. GAILLARD e I. PINCEL, “Les opérations d’initiés dans le Communauté économique européenne” *RTDE*, núm. 26, abril-junio de 1990; H. CALVET, “La directive du Conseil des communautés européennes relative aux opérations d’initiés”, *SJ* (Ed. E), núm. 49, p. 760; P. LAMBRECHT, “La directive européenne relative aux opérations d’initiés”, *RB*, núm. 8-9, 1990, p. 455. Según la STJCE de 10 de mayo de 2007, asunto C-391/04, “del tenor del artículo 1, apartado 1, de la Directiva 89/592 resulta que, para poder tener tal consideración, la ‘información privilegiada’ debe cumplir varios requisitos, concretamente, no haberse hecho pública, tener carácter preciso, referirse a un emisor de valores negociables o a los propios valores negociables y, de hacerse pública, ser capaz de influir de manera apreciable sobre la cotización de esos valores”.

(117) Sobre la noción de información privilegiada en una cierta perspectiva histórica PRAT RODRIGO, M., *El uso ilegal de información privilegiada en las ofertas públicas de adquisición de acciones (EE. UU. 1933-1988)*, Deusto, Bilbao, 1990, especialmente pp. 36-42; También E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*La prohibición de los abusos de información privilegiada en el Derecho del Mercado de Valores Francés*), pp. 156-163 de la misma autora, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), pp. 104-183; Sobre la evolución de las regulaciones en los mercados de instrumentos financieros norteamericanos, *vid.* D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), pp. 411-562.

referirse a un emisor de valores negociables o a los propios valores negociables y, de hacerse pública, ser capaz de influir de manera apreciable sobre la cotización de esos valores”, constituyendo la defensa de la integridad de los mercados de instrumentos financieros su leit motiv, bien que solo con la aprobación de la Directiva 2003/6 se haya incorporado la idea de “transparencia” al marco relativo a la protección de los mercados de instrumentos financieros⁽¹¹⁸⁾.

La definición de información privilegiada parece estar aludiendo a unos determinados “iniciados” (*insiders* y *tippees*)⁽¹¹⁹⁾, no obstante puede plantearse si acaso las órdenes de los clientes pueden llegar a constituir información privilegiada para las personas encargadas de su ejecución (especialmente empleados de los intermediarios), pues según la Directiva 2003/6⁽¹²⁰⁾ también se considerará información privilegiada “toda información transmitida por un cliente en relación con sus propias órdenes pendientes”, que cumplan los cuatro criterios antes enunciados (*front running*)⁽¹²¹⁾.

(118) STJCE de 10 de mayo de 2007, asunto C-391/04, Ypourgos Oikonomikon, Proïstamenos DOY Amfissas y Charilaos Georgakis.

(119) El “insider trading” consiste básicamente, en que una persona realiza una operación en el mercado de valores aprovechándose de información que no está disponible para el resto de los inversores”, indica D. ENTRENA RUIZ, D, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 31; “Constituyendo la regulación del ‘abuso de mercado’ un salto cualitativo en su evolución, y donde el empleo de información privilegiada incluye su mera y simple ‘revelación’ (comunicación)”. Significativo es que “actualmente el término ‘insider’ es empleado por el Derecho comparado para identificar a quien utiliza la información privilegiada en su propio beneficio y se utiliza en un sentido amplio, comprendiendo ‘outsiders’ e ‘iniciés’ (...). Paralelamente a esta evolución del término ‘insider’, hoy en día cuando se habla de ‘insider trading’, se incluye tanto los negocios ilícitos realizados sobre los valores de una sociedad, por un sujeto vinculado a la misma, que posee información relativa a ella, como a los que realice cualquier persona que posea información no accesible al público, relativa a emisores cuyos valores son objeto de transacción o al mercado en que se negocian dichos valores”, indica B. MINGUELL ELEIZALDE, *op cit.* (*Información privilegiada*), p. 3969. Por ello ha de plantearse el paso desde la “prohibición de abusar de información privilegiada” a la prohibición del uso o simple utilización de información privilegiada, *vid.* F. SÁNCHEZ CALERO, “Las sociedades cotizadas o bursátiles en el Derecho Español”, en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdura Tuells*, t. III, La Ley, Madrid, 1994, especialmente pp. 2380-2382; *Vid.* A.J. TAPIA HERMIDA, *Derecho del Mercado de Valores*, Cálamo, Barcelona, 2003, pp. 3321-332; También el “Acuerdo Multilateral sobre Consulta, Cooperación e Intercambio de Información”, de IOSCO, mayo de 2002, apartados 4 y 6.

(120) Artículo 1.1, párrafo tercero, según el cual “en cuanto a las personas encargadas de la ejecución de las órdenes relativas a los instrumentos financieros, también se considerará información privilegiada toda información transmitida por un cliente en relación con sus propias órdenes pendientes, que sea de carácter concreto, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros y que, de hacerse pública, podría tener repercusiones significativas en los precios de dichos instrumentos financieros o en los precios de los instrumentos financieros derivados relacionados con ellos”.

(121) Indica el Considerando décimo noveno de la Directiva 2003/6 que “los Estados miembros deben combatir la práctica denominada front running, incluida la relacionada con los instrumentos derivados sobre materias primas, cuando constituya abuso de mercado”.

La respuesta parece que ha de ser positiva⁽¹²²⁾, planteando específicas cuestiones que giran en torno a la “naturaleza precisa” de la orden y la “sensibilidad al precio de las órdenes pendientes”⁽¹²³⁾, para lo que habrán de evaluarse los parámetros de precio, cantidad y tempo de ejecución, siendo además posible que “la identidad del cliente y el instrumento financiero al que se refiera la orden sean relevantes”⁽¹²⁴⁾. Semejantes circunstancias determinan que las personas encargadas de ejecutar las órdenes, al trabajar en entornos complejos, deban buscar medidas y herramientas que les permitan actuar sin llegar a utilizar esa información privilegiada recibida de los clientes.

1. Información de carácter concreto

Se destaca, respecto de la primera de las notas antes indicada, que, “hasta la aprobación de la Directiva 2003/6 la delimitación de este elemento era dispar en los ordenamientos de los países miembros ya que se utilizaban términos distintos (información específica, concreta, precisa, determinada...) que no eran exactamente sinónimos”⁽¹²⁵⁾, lo que planteaba razonables dudas, lo cual no quedó resuelto, sin más, por la adopción de uno de esos términos, “concreto”, por lo que fue preciso instrumentar una norma interpretativa⁽¹²⁶⁾.

La delimitación de la información “concreta” se hace por referencia a “precisa”⁽¹²⁷⁾, estableciéndose que “la información es de carácter preciso⁽¹²⁸⁾ si indica una

(122) Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores, *op. cit.* (Directiva de abuso de mercado. Nivel 3. Segundo conjunto de orientaciones e informes de la CESR sobre la aplicación común de la Directiva en el mercado), apartado 3.3.

(123) *Vid.* Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores, *op. cit.* (Directiva de abuso de mercado. Nivel 3. Segundo conjunto de orientaciones e informes de la CESR sobre la aplicación común de la Directiva en el mercado), apartados 3.13 y 3.14.

(124) Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores, *op. cit.* (Directiva de abuso de mercado. Nivel 3. Segundo conjunto de orientaciones e informes de la CESR sobre la aplicación común de la Directiva en el mercado), apartado 3.10.

(125) E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 301.

(126) Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003.

(127) E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 301, indica que “lo concreto es más amplio que lo ‘preciso’, pero menos que lo ‘específico’”, y en p. 302 que “toda información precisa ha de ser específica, pero no a la inversa. A medio camino entre ambos conceptos se sitúa el utilizado por nuestro legislador en las distintas versiones que a lo largo del tiempo ha tenido el artículo 81 LMV: información concreta”.

(128) Nótese que según la versión española publicada en el Diario Oficial de la Unión Europea, la Directiva 2003/124 (DOUE de 24 de diciembre de 2003, L-339/70), en el artículo 1.1, dice: “la información es de carácter preciso si...”, y que en el punto 1.4 de las orientaciones del Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores, “Directiva de abuso de mercado. Nivel 3. Segundo conjunto de orientaciones e informes de la CESR sobre la aplicación común de a Directiva en el mercado” (CESR/06-562b), se dice, apartado 1.4, reiterando el contenido del artículo 1.1 precitado de aquella Directiva, que “la información es de carácter concreto si...”.

serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir el posible efecto de esa serie de circunstancias o hecho sobre los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes”. Se abarca así la “*hard information*”, información cierta o de hechos o circunstancias que “se dan” o han producido y de los que se tiene constancia o prueba objetiva, como la “*soft information*”, o aquellos hechos o circunstancias que “pueden darse razonablemente, o puede esperarse razonablemente que se produzcan”.

De semejante delimitación, con seguridad únicamente puede afirmarse que no es concreta, en cuanto que falta de “precisión” o no “precisa” aquella información que puede tacharse de “abstracta”, de tal manera que “la información cuya única fuente es un hecho abstracto no puede ser considerada privilegiada en ningún caso”⁽¹²⁹⁾, y que no es necesario que “una información sea completa para ser considerada concreta”⁽¹³⁰⁾. La completud sin embargo guarda una importante relación con la especificidad, de tal manera que dadas ambas características no podría obviarse que se cumpliría con la nota de la concreción, permitiendo al que dispusiera en exclusiva de ella tomar una decisión de inversión sin el riesgo inherente al juego del mercado.

Por ello se afirma que “el carácter concreto de la información debe evaluarse caso por caso y depende de la información y de su contexto”, añadiéndose que “un factor clave consiste en saber si hay indicios claros y objetivos en lugar de rumores o especulación, es decir, si se puede probar que ha sucedido o existe”⁽¹³¹⁾. Como ejemplo de informaciones que no son concretas se alude a “informaciones generales y rumores (...) la información falsa (...) las elaboraciones subjetivas: valoraciones, estudios, análisis y recomendaciones (...) las estadísticas y los sondeos de opinión”⁽¹³²⁾.

(129) Indica D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 56.

(130) Según el Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores, *op. cit.* (Directiva de abuso de mercado. Nivel 3. Segundo conjunto de orientaciones e informes de la CESR sobre la aplicación común de la Directiva en el mercado), apartado 1.7.

(131) Precisa el Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores, *op. cit.* (Directiva de abuso de mercado. Nivel 3. Segundo conjunto de orientaciones e informes de la CESR sobre la aplicación común de la Directiva en el mercado), apartados 1.5 y 6, añadiendo que, para considerar que puede esperarse razonablemente que se produzca, el factor clave consiste en saber si razonablemente es posible llegar a esa conclusión basándose en la información *ex ante* disponible en ese momento, y que la circunstancia de que la información se refiera a un “proceso que transcurre por etapas” no impide que “cada etapa del proceso, así como el proceso en su totalidad, (pueda) considerarse información de carácter concreto”.

(132) E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), pp. 312-319.

2. Que no se haya hecho pública

Se afirma que los emisores que pueden “difundir información privilegiada deben utilizar los mecanismos de difusión establecidos por la autoridad competente”, debiéndose informar al público cuando se produzca una serie de circunstancias o un hecho calificable de información privilegiada, “aunque aquel no sea todavía oficial”. La información se considerará disponible para el público aun cuando no fuera difundida por el emisor de acuerdo con el procedimiento establecido por la autoridad correspondiente, incluso si hubiera sido difundida incorrectamente o mediante un tercero⁽¹³³⁾.

Efectivamente, “el uso ilegal de información privilegiada o *insider trading*, consiste, básicamente, en que una persona realiza una operación de mercado de valores aprovechándose de información que no está disponible para el resto de los inversores”⁽¹³⁴⁾. Si la información es ya conocida por los inversores, la posibilidad de su explotación en el mercado ya no reviste utilidad alguna, una vez que la publicidad de la que fue objeto le suprimió todo carácter privilegiado”⁽¹³⁵⁾.

La explotación de información privilegiada presupone necesariamente la existencia material de dicha información. La información privilegiada debe, por tanto, existir con anterioridad a su explotación. Así, sólo puede explotar una información privilegiada quien previamente dispone de ella, con independencia de que esa persona disponga de la información de forma “primaria”, es decir, por encontrarse en una de las situaciones previstas como tales en la ley, o de forma “secundaria”, en su caso⁽¹³⁶⁾.

Es cierto que “sin información no existiría el mercado”, pues aquella “permite a los diversos agentes contrastar sus opiniones y ponerse de acuerdo sobre los precios de los activos que se convierten en su principal objetivo”⁽¹³⁷⁾, y que “una información secreta nunca podría ser considerada como privilegiada, ya que carecería de la característica de la relevancia”⁽¹³⁸⁾.

(133) Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores, *op. cit.* (Directiva de abuso de mercado. Nivel 3. Segundo conjunto de orientaciones e informes de la CESR sobre la aplicación común de la Directiva en el mercado) apartado 1.9.

(134) D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 31.

(135) Conclusión 40 del Abogado General. Sr. P. LÉGER, de las presentadas el 12 de octubre de 2000, en el asunto C-28/99.

(136) Indica el Abogado General Sr. Paolo Mengozzi, en la conclusión 39 de las presentadas el 26 de octubre de 2006, en el asunto C-391/04, Ypourgos Oikonomikon, Proïstamenos DOY Amfissas y Charilaos Georgakis.

(137) D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 36.

(138) E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 322.

Pero no es menos cierto que no se identifican información secreta e información no pública, pues en la primera es “fuerte” el elemento intencional de no dar noticia general de ella, que ordinariamente supone una cierta duración o temporalidad del “secreto”, en tanto que en la mera falta de publicidad el elemento intencional es “débil”, e incluso puede no existir cuando la falta de difusión fuera accidental. En todo caso la falta de publicidad de la información privilegiada “determina la duración del período de abstención, de forma que un sujeto no podrá negociar en el mercado, ni comunicarla a terceros, ni aconsejar operaciones con base en la misma, en tanto la información no se haya hecho pública”⁽¹³⁹⁾.

Es posible lícitamente plantearse la cuestión de si información pública coincide con información publicitada⁽¹⁴⁰⁾ o difundida, pues publicar⁽¹⁴¹⁾ y difundir⁽¹⁴²⁾ no es lo

⁽¹³⁹⁾ E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 320.

⁽¹⁴⁰⁾ Término que no se encuentra recogido en el *Diccionario de la Lengua Española*, Real Academia Española, vigésima segunda edición, 2001, Espasa, 2001. Sin embargo sí lo recoge el *Diccionario del Español Actual*, de Manuel SECO, Olimpia ANDRÉS y Gabino RAMOS (primera edición, segunda reimpresión), Aguilar, Madrid, 1999, según el cual significa “hacer publicidad (de algo)”.

⁽¹⁴¹⁾ Según el *Diccionario de la Lengua Española*, Real Academia Española, vigésima segunda edición, 2001, Espasa, 2001, de entre los cinco (5) significados que atribuye el término “publicar” (del lat. *publicare*), que hacen al caso, conviene destacar los siguientes: “Hacer notorio o patente por televisión, radio, periódicos o por otros medios, algo que se quiere hacer llegar a noticia de todos. 2. Hacer patente y manifiesto al público algo. 3. Revelar o decir lo que estaba secreto u oculto y se debía callar (...). 5. Difundir por medio de la imprenta o de otro procedimiento cualquiera un escrito, una estampa, etc.”; El *Diccionario del Español Actual*, de Manuel SECO, Olimpia ANDRÉS y Gabino RAMOS (primera edición, segunda reimpresión), Aguilar, Madrid, 1999, indica como significados pertinentes al caso, del término “publicar”, los siguientes: “1. Hacer público (algo) (...). b) Divulgar (algo reservado). 2. Hacer llegar (algo) al público (un autor o editor, suj.) mediante la imprenta u otro procedimiento gráfico (...). b) Incluir (algo, cd, un periódico o una revista)”; Indica el *Diccionario del Uso del Español*, de María MOLINER, (primera edición, 19.^a reimpresión), vol. II (H-Z), Gredos, Madrid, 1994, para el término “publicar”, como significados pertinentes a la materia tratada, los siguientes: “Difundir, divulgar. Hacer pública una cosa (...). Airear, anunciar (Descubrir, Difundir, Divulgar (...)) Propagar, Propalar, Revelar, hacer saber”.

⁽¹⁴²⁾ El *Diccionario de la Lengua Española*, Real Academia Española, vigésima segunda edición, 2001, Espasa, 2001, atribuye al término “difundir” (del lat. *diffundere*) el significado, pertinente para la materia que estamos tratando, siguiente: “4. Propagar o divulgar conocimientos, noticias, actitudes, costumbres, modas, etc.”, y el *Diccionario del Español Actual*, de Manuel SECO, Olimpia ANDRÉS y Gabino RAMOS (primera edición, segunda reimpresión), Aguilar, Madrid, 1999, los siguientes significados: “Extender o propagar (algo, esp. ideas o noticias (...)). b) Extenderse o propagarse (algo, esp. una idea o noticia)”. Según el *Diccionario del Uso del Español*, de María MOLINER (primera edición, 19.^a reimpresión), vol. II (H-Z), Gredos, Madrid, 1994, “difundir” (del lat. *diffundere*, de *funder*), los significados, atinentes a la materia tratada, son los siguientes: “Divulgar, Esparcir, Extender, Propagar, Propalar. Hacer que una noticia, una doctrina, etc., sea conocida o aceptada por más gente”.

mismo, y ambos a su vez se pueden diferenciar de “transmitir”⁽¹⁴³⁾. “¿Puede entenderse que la desigualdad de los inversores ha desaparecido porque la información está en los Registros de la CNMV? Formalmente es así pero ¿materialmente? Además, debe tenerse presente que “no toda la información que repercute en el precio de los activos es aquella inscrita en los Registros de la CNMV”⁽¹⁴⁴⁾. Esto es, la “información privilegiada”, en cuanto que “información de carácter concreto, que no se haya hecho pública y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros”, ha de relacionarse con su “accesibilidad”⁽¹⁴⁵⁾.

La cuestión del conocimiento, de la publicidad y de la información inevitablemente se reconduce a la capacidad del propio inversor, no sólo a la “igualdad de oportunidades”. Pudiendo ponerse como límites, por una parte al inversor “ignorante” y por la otra al inversor “experto”, y aun entre éstos podrían establecerse diferencia-

(143) De entre los siete (7) significados atribuidos al término “transmitir” (del lat. *transmittere*) por el *Diccionario de la Lengua Española*, Real Academia Española, vigésima segunda edición, 2001, Espasa, 2001, pueden destacarse como pertinentes para la materia tratada los siguientes: “Trasladar, transferir (...)”. 3. Hacer llegar a alguien mensajes o noticias (...); El *Diccionario del Español Actual*, de Manuel SECO, Olimpia ANDRÉS y Gabino RAMOS (primera edición, segunda reimpresión), Aguilar, Madrid, 1999, atribuye al término “transmitir” los siguientes significados, atinentes al caso: “1. Hacer que (algo, cd) pase (de una persona o cosa a otra). 2. Hacer llegar (a alguien una información o un mensaje), esp., actuando como intermediario”; Indica el *Diccionario del Uso del Español*, de María MOLINER (primera edición, 19.ª reimpresión), vol. II, (H-Z), Gredos, Madrid, 1994, para el término “trans (tras-) mitir” (del lat. *transmittere*, deriv. de *mittere*) como significado que hacen a la materia tratada, el siguiente: “Hacer llegar a alguien mensajes o noticias”; Especial importancia tiene la “Guía de Actuación para la Transmisión de Información Privilegiada a Terceros” de la CNMV, cuyo apartado 2.1 y 2 define su ámbito subjetivo, tanto por lo que respecta al transmisor como al receptor de información. Considerando como “transmisor” al “emisor de valores y demás sociedades de su grupo que comuniquen tal información a través de los miembros de su consejo de administración, cargos directivos, empleados (bien sujetos a relación laboral o mercantil) y representantes del emisor”, y como “receptor” “por un lado a aquellos sujetos externos al emisor y su grupo que necesiten conocer tal información para poder prestar sus servicios profesionales (por ejemplo para asesorar o analizar alguna operación corporativa o financiera) y, por otro lado, a las autoridades administrativas que requieran tal información en el ejercicio de sus funciones. Los receptores directos de la información se consideran, a su vez, transmisores de información privilegiada, cuando la comuniquen a terceros siempre que lo estimen estrictamente necesario para llevar a cabo sus funciones”, estableciendo la siguiente lista, no exhaustiva, de posibles receptores de información privilegiada: “Autoridades administrativas; Auditores; Tasadores y valoradores; Agencias de rating; Entidades financieras; Consultores; Abogados; Notarías y Registros; Potenciales contrapartes, a los efectos del estudio de operaciones específicas que requieran el análisis de información privilegiada; Agencias de publicidad, Agencias de comunicación e Imprentas, en la fase final de comunicación y documentación de un proyecto u operación, y Traductores”.

(144) D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 62.

(145) Que define E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 340, como la “posibilidad de que los potenciales inversores en el valor de que se trate estén en situación de disponer de la información y analizarla”.

ciones y graduaciones⁽¹⁴⁶⁾. La solución suele ponerse en la elaboración de un concepto ideal y paradigmático, el del “inversor razonable”, “sensato” o “juicioso” (reasonable investor), con el que mediatamente se hace referencia a criterios de diligencia y medios de publicidad empleados⁽¹⁴⁷⁾.

En todo caso ha de repararse en que existe una extensa, compleja y completa regulación normativa respecto de la publicación de información “relevante”, tanto a nivel comunitario como a nivel nacional o interno de los Estados miembros, en la que no procede detenerse por ser sobradamente conocida, de la que puede obtenerse una idea precisa del alcance del deber de publicar la información, relativa a instrumentos financieros y a sus emisores, tal que su utilización, sin mediar aquella publicidad, puede suponer uso ilegal de información privilegiada⁽¹⁴⁸⁾.

La presencia de ese complejo normativo no impide tener que afirmar que sólo “la divulgación rápida y adecuada de información al público aumenta la integridad del mercado, mientras que la divulgación selectiva por los emisores puede llevar a una pérdida de confianza de los inversores en la integridad de los mercados financieros”, y que “los agentes económicos profesionales deben contribuir a la integridad del mercado”⁽¹⁴⁹⁾.

⁽¹⁴⁶⁾ Debe tomarse en consideración, a tenor de los Considerandos vigésimo noveno (29), trigésimo (30) y trigésimo primero (31), que: a) “El acceso a la información privilegiada de otra empresa y el uso de la misma en el contexto de una oferta pública de adquisición con el fin de obtener el control de dicha empresa o de proponer una fusión con la misma no debe considerarse en sí mismo como constitutivo de abuso de información privilegiada”; b) “La adquisición o la cesión de instrumentos financieros supone necesariamente la decisión previa de adquirir o ceder por parte de la persona que efectúa una de estas operaciones, por lo que el hecho de realizar dicha adquisición o cesión no debe considerarse en sí mismo como constitutivo de abuso de información privilegiada”; c) “No deben considerarse información privilegiada los análisis y las estimaciones elaborados a partir de datos públicos y, por lo tanto, cualquier operación efectuada sobre la base de este tipo de análisis o estimación no debe considerarse en sí misma como constitutiva de abuso de información privilegiada”.

⁽¹⁴⁷⁾ Destacándose que “los medios de comunicación actuales permiten garantizar una mayor equidad en el acceso a las informaciones financieras entre los profesionales de los mercados financieros y los inversores particulares, aunque, por otra parte, aumentan el riesgo de que se difundan informaciones falsas o engañosas”, Considerando vigésimo quinto (25) de la Directiva 2003/6.

⁽¹⁴⁸⁾ Sobre los elementos fácticos a tomar en consideración, que se pueden agrupar en medios de comunicación utilizados, el tiempo transcurrido desde la publicación y la comprensibilidad, *vid.* E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), pp. 346-361.

⁽¹⁴⁹⁾ Entre estas medidas se hace referencia por la normativa comunitaria [Considerando vigésimo cuarto (24) de la Directiva 2003/6] y a título de ejemplo, a “la elaboración de ‘listas grises’, a la existencia de ‘franjas horarias para realizar transacciones’ (*window trading*) aplicables a las categorías sensibles del personal, y a la aplicación de códigos de conducta internos y la creación de ‘murallas chinas’”. Medidas preventivas que “sólo podrán contribuir a la lucha contra los abusos de mercado si se aplican con determinación y si se controlan adecuadamente”, lo cual implicaría, dice la norma comunitaria, “por ejemplo, la designación de responsables de su cumplimiento en el seno de los organismos afectados, así como la realización de controles periódicos a cargo de auditores independientes”.

Para que se cumpla efectivamente la publicación a fin de que la información deje de ser privilegiada, aquella ha de ser hecha pública por el emisor “rápida y simultáneamente”⁽¹⁵⁰⁾. Requisitos de “revelación pública” de la información privilegiada que provocan, a la postre, la destrucción del “privilegio” de estar en posesión de una determinada información.

Así se afirma que la “falta de publicidad es un elemento clave para determinar el carácter privilegiado de la información, puesto que su valor económico es directamente proporcional a su nivel de difusión entre el público. Conforme una información no pública sea divulgada y asimilada por el mercado desaparecerán progresivamente las posibilidades de beneficio para el iniciado, hasta llegar un momento en que el precio del valor refleje la nueva información”⁽¹⁵¹⁾.

Pero no es suficiente con llevar a cabo una mera traslación de información para que ésta pierda el carácter de “privilegiada”, sino que aquella ha de satisfacer cumplidamente las exigencias de rapidez y simultaneidad. Porque aun cuando la difusión haga perder las ventajas o privilegio derivado de la posesión exclusiva, resulta que, entre tanto esa difusión no satisfaga el requisito de “completud”, habrá de estarse a cada relación concreta para poder determinar si en esa relación aquella información, ya imperfectamente difundida, debe seguirse considerando “privilegiada”, y su uso ilegítimo.

Efectivamente, “la protección de los inversores no sólo exige la divulgación pública oportuna de la información privilegiada por parte de los emisores, sino que ésta deberá ser todo lo rápida y sincronizada que sea posible entre todas las categorías de inversores”⁽¹⁵²⁾. Debiendo tomarse en consideración lo siguiente:

- La exigencia de “rapidez” supone que el emisor ha de llevar a cabo su difusión de tal manera que permita que los inversores puedan realizar una evaluación completa, correcta y a tiempo de la información, de tal manera que el emisor no pueda combinar, de manera que pueda resultar engañosa, la provisión de información privilegiada al público con la comercialización de sus actividades. Imponiendo, naturalmente, que cualquier cambio significativo relacionado con la información ya divulgada públicamente haya de revelarse al público también rápidamente, en cuanto se hubiera producido, y a través del mismo canal utilizado para difundir públicamente la información original.
- El mandato de “simultaneidad” en la difusión de la información obliga al emisor a actuar con un cuidado razonable para asegurarse de que la divulgación de información privilegiada al público sea lo más sincronizada posible

⁽¹⁵⁰⁾ Requisitos impuestos por el artículo 2 de la Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003.

⁽¹⁵¹⁾ E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 320.

⁽¹⁵²⁾ Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, cuarto (4) Considerando.

entre todas las categorías de inversores de todos mercados en los que estos emisores hayan solicitado o aprobado la admisión a cotización de sus instrumentos financieros en un mercado regulado.

Además, se insiste en que los emisores de instrumentos financieros: a) Han de hacer pública “cuanto antes la información privilegiada que afecte directamente a esos emisores”, debiendo hacer figurar en sus sitios Internet⁽¹⁵³⁾ durante un período adecuado cualquier información privilegiada que deban publicar; b) Solamente podrán, bajo su propia responsabilidad, retrasar la divulgación pública de la información privilegiada “para no perjudicar sus intereses legítimos, siempre que tal omisión no sea susceptible de confundir al público y que el emisor pueda garantizar la confidencialidad de esta información”, y si aquel emisor informa inmediatamente a la autoridad competente sobre su decisión de retrasar la divulgación pública de la información privilegiada.

En todo caso ha tomarse en consideración que ese retraso en la divulgación de información privilegiada “es una excepción a la norma general y no la norma en sí”, y que además somete a esa información privilegiada, lícitamente mantenida reservada, al riesgo de convertirse en información engañosa⁽¹⁵⁴⁾. Aquellos intereses legítimos se considera⁽¹⁵⁵⁾ que pueden, en particular, estar relacionados con negociaciones en curso, o elementos relacionados, cuando el resultado o el desarrollo normal de esas negociaciones pueda verse afectado por la revelación pública de información. En particular se destaca que en el caso de que la viabilidad financiera del emisor esté en peligro

(153) Bien entendido que “La divulgación de información privilegiada por los emisores a través de sus sitios de internet debe ser conforme a las normas de transferencia de datos personales a terceros países con arreglo a la Directiva 95/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de octubre de 1995, relativa a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de los datos personales y a la libre circulación de estos datos” [Considerando vigésimo tercero (23) de la Directiva 2003/6].

(154) Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores, *op. cit.* (Directiva de abuso de mercado. Nivel 3. Segundo conjunto de orientaciones e informes de la CESR sobre la aplicación común de la Directiva en el mercado), apartado 2.5, debiendo comportar además una determinada conducta del emisor “durante el período comprendido entre la generación de la información privilegiada y el momento en que esta se difunde al mercado o deja de ser considerada información privilegiada”, indica en el apartado 2.11.

(155) Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, artículo 3. Según indica el Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores, *op. cit.* (Directiva de abuso de mercado. Nivel 3. Segundo conjunto de orientaciones e informes de la CESR sobre la aplicación común de la Directiva en el mercado), apartado 2.8, que como negociaciones señala, a título ejemplar, las siguientes: a) “Limitaciones de confidencialidad relacionadas con una situación competitiva”, lo cual “depende de que los posibles acuerdos de confidencialidad firmados por un emisor con un tercero no le impidan cumplir estas obligaciones de divulgación”; b) “Desarrollo de productos, patentes, innovaciones, hallazgos, etc., en los que el emisor necesite proteger sus derechos, siempre que se divulguen lo antes posible los sucesos significativos que pudieran impactar en la evolución de los principales productos”; c) “Cuando un emisor decide vender una participación importante en otro emisor y el acuerdo se rompe por divulgación prematura”; d) “Desarrollos inminentes que podrían ponerse en peligro por divulgación prematura”.

grave e inminente, aunque no entre en el ámbito de la legislación sobre insolvencia aplicable, la revelación pública de información pondría en grave peligro el interés de los accionistas existentes y potenciales, debilitando la conclusión de negociaciones específicas concebidas para garantizar la recuperación financiera a largo plazo del emisor.

También se consideran legítimas las decisiones tomadas o contratos celebrados por el órgano de administración de un emisor que necesiten la aprobación de otro órgano del emisor para hacerse efectivos, cuando la organización de ese emisor exija la separación entre dichos órganos, siempre que la revelación pública de la información anterior a esa aprobación, junto con el anuncio simultáneo de que dicha aprobación está pendiente, pusiera en peligro la correcta evaluación de la información por parte del público inversor.

La garantía de confidencialidad de la información privilegiada supone que los emisores controlen el acceso a esta información y, en especial, que los emisores:

- Hayan adoptado las medidas oportunas para negar el acceso a esa información a personas que no sean las que deban tenerlo en el ejercicio de sus funciones en el emisor.
- Hayan adoptado las medidas necesarias para garantizar que las personas que tengan acceso a esa información reconozcan las obligaciones legales y reglamentarias que implica y que sean conscientes de las sanciones relacionadas con el uso inadecuado o impropio de la circulación de dicha información.
- Cuenten con medidas que permitan la revelación pública inmediata de información en caso de que el emisor no pudiera garantizar la confidencialidad de la información privilegiada pertinente.

Nuestro ordenamiento plantea una problemática específica en relación con el cumplimiento del criterio que estamos tratando para calificar una información como “privilegiada”, habida cuenta de que en el conjunto de información no pública aparece, además de la “información privilegiada”, la “información relevante” y la “información reservada general”.

Efectivamente, “el legislador español, en su transposición de las Directivas sobre abuso de mercado, regula determinados conceptos siguiendo la terminología ‘información privilegiada’, pero a la vez decide introducir el término ‘información relevante’. La pregunta natural que se plantea ante la anterior divergencia terminológica es ¿está el legislador español separando los dos conceptos porque pretende regular dos tipos distintos de información?”⁽¹⁵⁶⁾.

⁽¹⁵⁶⁾ R. MADRAZO, *op. cit.* (*Información no pública en las sociedades cotizadas españolas. Tipología y tratamiento en los reglamentos internos de conducta*), p. 473.

Ha de distinguirse entre ambos tipos de información⁽¹⁵⁷⁾. La incertidumbre se produce porque no se trata de informaciones de naturaleza distinta, “no es que la información privilegiada y la relevante sean ‘distintas’ por sí mismas”⁽¹⁵⁸⁾, pero “la información privilegiada no tiene las mismas características que la información relevante a la que se refiere el artículo 82 LMV”⁽¹⁵⁹⁾.

Aquella “diferente denominación no se les atribuye para definir su naturaleza, sino para delimitar el tratamiento que debe darse a cada una. Así el legislador español habla de ‘información privilegiada’ cuando regula el uso que debe hacerse de determinada información, y de ‘información relevante’ para regular cuándo y en qué circunstancias la misma debe difundirse al mercado”⁽¹⁶⁰⁾.

Esto es, cuando se alude a “información relevante” se resalta que “la información a divulgar debe ser veraz, clara y completa, de manera que no induzca a confusión o engaño (artículo 82.2 LMV), mientras que (cuando se alude a) información privilegiada basta con que sea concreta”⁽¹⁶¹⁾.

Además de la “información relevante”, en el contexto de información no pública nuestro ordenamiento contempla la “información reservada genérica”, pues “no toda información que no esté en posesión del público en general puede encajarse en las categorías de información privilegiada o relevante, y sin embargo debe ser objeto de una especial protección en cuanto a su confidencialidad, dado que su posesión por terceros podría tener consecuencias perjudiciales para el interés social”⁽¹⁶²⁾, pudiéndose definir tal información de forma negativa, esto es, como aquella que no siendo ni privilegiada ni reservada no sea pública y esté protegida por un deber de

(157) Según el artículo 82.1 LMV ha de entenderse como tal “información relevante”: Toda aquella información “cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario”. Debiendo considerarse que “en principio toda información relevante debe ser difundida inmediatamente, precisamente para evitar que con su no publicidad se convierta en una información privilegiada”, precisa E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 324; En la Carta-Circular 10/1997 el Presidente de la CNMV aludía a la información reservada, que delimitaba destacando su íntima vinculación con el secreto profesional.

(158) R. MADRAZO, *op. cit.* (*Información no pública en las sociedades cotizadas españolas. Tipología y tratamiento en los reglamentos internos de conducta*), p. 473.

(159) E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 324.

(160) R. MADRAZO, *op. cit.* (*Información no pública en las sociedades cotizadas españolas. Tipología y tratamiento en los reglamentos internos de conducta*), p. 473.

(161) E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 324.

(162) R. MADRAZO, *op. cit.* (*Información no pública en las sociedades cotizadas españolas. Tipología y tratamiento en los reglamentos internos de conducta*), p. 475.

secretismo y confidencialidad que pese sobre sus poseedores, detentadores, o concedores⁽¹⁶³⁾.

3. Que se refiere directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros

Para poder calificar a una determinada información de “privilegiada” aquella ha de referirse “directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros”. Además ha de considerarse que la “información que pueda tener un efecto significativo en la evolución y la formación de los precios de un mercado regulado como tal” puede considerarse como información relacionada indirectamente con uno o más emisores de instrumentos financieros, o con uno o varios instrumentos financieros derivados con ellos relacionados⁽¹⁶⁴⁾. Con semejantes referencias se abarca un espectro extraordinariamente amplio y complejo de posibles acontecimientos en desarrollo de la economía financiera, que se relacionan con:

- El creciente alcance de los mercados financieros.
- La rapidez de los cambios.
- La gama de nuevos productos y novedades.
- Las técnicas afectadas.

Se afirma que “el concepto de instrumento financiero carece de contenido o caracterización unitaria. Es un mero concepto que sirve para agrupar valores negociables y otras realidades contractuales vinculadas directa o indirectamente con los mercados de valores”⁽¹⁶⁵⁾. Para su definición no parece procedente acudir a la normativa contable, dado el propósito, y por ello la especificidad, de los conceptos en ella manejados que remite a las nociones de activo financiero, pasivo financiero e instrumento

⁽¹⁶³⁾ En ese sentido R. MADRAZO, *op. cit.* (*Información no pública en las sociedades cotizadas españolas. Tipología y tratamiento en los reglamentos internos de conducta*), p. 475; Sobre información reservada y relevante *vid.* D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), pp. 69-78; También J.J. Díez Sánchez, “La Comisión Nacional del Mercado de Valores. Análisis especial de las cartas-circulares de sus presidentes”, *RDBB*, núm. 67, julio-septiembre de 1997, especialmente pp. 754-759 y 769-772.

⁽¹⁶⁴⁾ Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, Considerando décimo sexto (16), segunda parte.

⁽¹⁶⁵⁾ E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 405.

de patrimonio; por ello, y para el propósito delimitador de la información privilegiada, aquella legislación resulta inadecuada⁽¹⁶⁶⁾.

Tanto la normativa de la Unión Europea como nuestro derecho positivo vinculan, impropia, la noción de información privilegiada a una determinada enumeración tipológica de instrumentos financieros y a su “cotización”⁽¹⁶⁷⁾. El carácter en buena medida cerrado y estático de semejante delimitación se compadece mal con los desarrollos actuales y esperados de los mercados regulados, demás sistemas multilaterales de negociación e internalizaciones.

Pero dada aquella delimitación, es consecuente afirmar que “las informaciones relativas a valores o instrumentos que no se negocian en estos mercados no son privilegiadas”⁽¹⁶⁸⁾, bien que su intrínseca insuficiencia haga necesario precisar que cuando se está en posesión de información privilegiada sobre el subyacente de un determinado instrumento financiero que se negocie fuera de los mercados organizados sí se está sujeto a la prohibición de su utilización⁽¹⁶⁹⁾.

⁽¹⁶⁶⁾ La NIC 32 [aprobada por el Reglamento (CE) 1126/2008 de la Comisión, de 3 de noviembre de 2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, modificado por los Reglamentos (UE) 53/2009 de la Comisión, de 21 de enero de 2009, y 1293/2009 de la Comisión, de 23 de diciembre de 2009], indica expresamente que dado su objetivo, consistente en “establecer principios para la presentación de los instrumentos financieros como pasivos o patrimonio neto, así como para la compensación de activos financieros y pasivos financieros”, éste se tomará en consideración: a) En la clasificación de los instrumentos financieros, desde la perspectiva del emisor, en activos financieros, pasivos financieros e instrumentos de patrimonio; b) En la clasificación de los intereses, dividendos y pérdidas y ganancias relacionados con ellos, y c) En las circunstancias en que los activos financieros y los pasivos financieros puedan ser objeto de compensación. Asimismo ha de tenerse en cuenta su limitado alcance, habida cuenta de las exclusiones que efectúa en su apartado 4 y la remisión que hace a la NIC 39. Sin embargo no por ello deja de ser útil efectuar una somera referencia a su delimitación en la primera de las normas contables citadas, según la cual “un instrumento financiero es cualquier contrato que dé lugar, simultáneamente, a un activo financiero en una entidad y a un pasivo financiero o a un instrumento de patrimonio en otra entidad”. Lo mismo ocurre si se acude a la norma 9.^a de la Segunda Parte del Plan General de Contabilidad, aprobado por Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre.

⁽¹⁶⁷⁾ Conviene recordar que el artículo 1.1 de la Directiva 2003/6 vincula la definición de información privilegiada a los “instrumentos financieros” y a su posible “influencia de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos”. Más restrictivamente el artículo 81.1 LMV refiere la información privilegiada a “valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta Ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros”, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su “cotización en un mercado o sistema organizado de contratación”.

⁽¹⁶⁸⁾ E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 413.

⁽¹⁶⁹⁾ E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 414.

Esas limitaciones conceptuales no se trasladan, al menos íntegramente, a la delimitación de los emisores de tales instrumentos financieros, por cuanto la concreción de éstos ha de hacerse por su capacidad de emitir y la efectiva emisión de instrumentos financieros, siendo la referencia a su “cotización” en un mercado regulado meramente eventual, y no definitoria⁽¹⁷⁰⁾.

Las obligaciones de transparencia prenegociación y postnegociación que se imponen a los negociadores sistemáticos⁽¹⁷¹⁾ determinan que difícilmente pueda aludirse a la utilización en esas negociaciones de información privilegiada, pero no puede excluirse tal posibilidad. La problemática relativa a ese “flanco abierto” no obstante parece que deberá y podrá, en su caso, solventarse mediante la aplicación de la normativa (de la Unión Europea, dada la limitación que resulta de la LMV⁽¹⁷²⁾) prohibitiva de utilización de información privilegiada.

4. Que si se hiciera pública tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes

La circunstancia de que se trate de una información que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de los instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos,

⁽¹⁷⁰⁾ Indica E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 414, que “la información habrá de estar referida a uno o varios de los sujetos a los que nuestro ordenamiento permite emitir valores susceptibles de admisión a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema organizado de negociación”, y añade, en p. 416, que “debe tenerse en cuenta que algunos de los sujetos que podrían ser considerados como emisores a efectos de la prohibición de abuso de información privilegiada, no lo son en la práctica, debido a que no poseen en estos momentos valores o instrumentos admitidos a negociación en un mercado secundario”.

⁽¹⁷¹⁾ Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo; Reglamento (CE) 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva, y artículos 128 y ss. LMV.

⁽¹⁷²⁾ Ha de insistirse en que así como el artículo 1.1 de la Directiva 2003/6 vincula la definición de información privilegiada a los “instrumentos financieros” y a su posible “influencia de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos”, con más limitación de su alcance, el artículo 81.1 LMV alude a información privilegiada, refiriéndose a “valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta Ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros”, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su “cotización en un mercado o sistema organizado de contratación”.

conocida como criterio de la “relevancia”⁽¹⁷³⁾, resulta decisiva a la hora de poder determinar si una determinada información ha de calificarse como “privilegiada”.

En sentido negativo “la inclusión del elemento de la relevancia supone considerar como atípicas aquellas operaciones en el mercado de valores con información que no sea susceptible de influir en la cotización”⁽¹⁷⁴⁾, pero ello no impide que, con objeto de determinar si una revelación está justificada en un caso concreto, deba tenerse en cuenta asimismo “el carácter delicado de la información privilegiada en cuestión”, o que haya de considerarse precisa una “especial prudencia cuando se trate de información privilegiada manifiestamente capaz de afectar, de manera apreciable, la cotización de los correspondientes (instrumentos financieros)”⁽¹⁷⁵⁾.

Entendiéndose por esa “información que, si se hiciera pública, tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes” aquella información que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión⁽¹⁷⁶⁾. Es el “test del inversor razonable”⁽¹⁷⁷⁾ o “criterio del inversor sensato”, que pone de manifiesto la íntima relación existente entre la falta de publicidad de una información y su posible influencia en la “cotización” de los instrumentos financieros, pudiéndose, para su valoración y cuantificación, efectuar simulaciones sobre la difusión de esa misma información y su incidencia real y efectiva en las “cotizaciones” de concretos instrumentos financieros⁽¹⁷⁸⁾.

(173) Que ha de distinguirse cuidadosamente de lo que constituye “información relevante” como categoría diferente a la “información privilegiada”; Indica el documento CESR /06-562, de 12 de octubre de 2006, en su punto 1.9, que “en cuanto a los requisitos de difusión, las sociedades que pueden difundir información privilegiada deben usar los mecanismos de difusión establecidos por la autoridad competente (...). Sin embargo, para determinar si una operación se ejecutó usando información privilegiada, hay que señalar que la información puede estar disponible para el público aunque no fuera difundida por el emisor de acuerdo con el procedimiento establecido por la autoridad competente. Esto es de aplicación cuando la información se hace pública con una difusión incorrecta por parte del emisor o mediante un tercero”.

(174) E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 363.

(175) STJUE de 22 de noviembre de 2005, asunto C-384/02, Knud Grøngaard, Allan Bang.

(176) Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, artículo 1.2; Indica E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 362, que “una información es relevante con relación a la negociación de un bien cualquiera cuando su conocimiento puede alterar el equilibrio existente entre la demanda y la oferta”.

(177) Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores, *op. cit.* (Directiva de abuso de mercado. Nivel 3. Segundo conjunto de orientaciones e informes de la CESR sobre la aplicación común de la Directiva en el mercado), apartado 1.11.

(178) Indica E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 381, que “conociendo lo que haría un inversor sensato, podría determinarse si los precios de uno o varios valores se verían afectados por la nueva información. Atendiendo a la importancia que un inversor juicioso daría a los datos no publicados en el contexto de la información ya conocida, puede saberse con facilidad si la cotización resultaría afectada de manera sensible”.

El criterio del “inversor razonable”, “sensato” o “juicioso” (*reasonable investor*), ha sido tachado de “muy ambiguo”, que “requiere de ulteriores concreciones”, y que estamos “ante un concepto indeterminado, donde es difícil precisar la realidad que queda acotada por él”⁽¹⁷⁹⁾. Realmente se trata de un “paradigma” en cuanto que conjunto compartido de suposiciones, que abocan a un procedimiento para llegar a un resultado, y en el que hay que diferenciar dos niveles básicos diferentes, el del inversor “minorista” y el del inversor “profesional”⁽¹⁸⁰⁾.

Ciertamente aquel test o criterio versa sobre lo “probable”, de forma que la “simple o mera posibilidad” de que una información tuviera un efecto significativo en el precio no es suficiente para obligar a la difusión de esa información. No obstante, y por contraposición, no ha de estimarse necesario que aquel grado de probabilidad se convierta en certidumbre o sea muy próximo a la misma. Se trata de una cuestión de ponderación, graduación y probabilística.

Consecuentemente con el mencionado test o criterio del “inversor razonable”, “sensato” o “juicioso” (*reasonable investor*), y el protagonismo de los emisores y de los inversores profesionales, “quienes manejen información potencialmente privilegiada (deben) evaluar *a priori* si es probable o no que la información tenga un efecto significativo en el precio”. Mediante tal exigencia “se trata de determinar el grado de probabilidad con el que sería razonable que en un determinado momento se produjese dicho efecto”⁽¹⁸¹⁾.

La “probabilidad o magnitud del hecho” acaba concretando la aplicación de aquel paradigma. No basta “con la sola fijación de unos límites en los movimientos del precio o el establecimiento de criterios cuantitativos” para poder determinar “el carácter significativo del movimiento del precio”. Para determinar si es probable que se produzca un efecto de tales características es procedente atender a los siguientes parámetros⁽¹⁸²⁾:

(179) E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 381, que indica lo siguiente: “Hay notables diferencias entre las decisiones que adoptará un inversor institucional, que posee amplios conocimientos profesionales, y las de un inversor particular que sólo realiza esporádicas incursiones en el mundo de los valores, por más que ambos sean calificados como sensatos”.

(180) Debiendo efectuarse una remisión ejemplar a los artículos 78 bis, 79 bis y 79 sexies LMV.

(181) Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores, *op. cit.* (Directiva de abuso de mercado. Nivel 3. Segundo conjunto de orientaciones e informes de la CESR sobre la aplicación común de la Directiva en el mercado), apartado 1.12.

(182) Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores, *op. cit.* (Directiva de abuso de mercado. Nivel 3. Segundo conjunto de orientaciones e informes de la CESR sobre la aplicación común de la Directiva en el mercado), apartado 1.13, que precisa: “por ejemplo, la volatilidad de un valor muy líquido y elevada capitalización bursátil (*blue chip*) es normalmente inferior que para otros valores menos líquidos o de menor capitalización. Amplios porcentajes de incremento en términos absolutos referidos a valores de empresas de gran tamaño son infrecuentes, pero ello no significa que no puedan ser significativos pequeños porcentajes de variación en el precio de las acciones”.

- “La magnitud anticipada del asunto o suceso en cuestión en el contexto de la totalidad de la actividad de la sociedad”;
- “La relevancia de la información en cuanto a los principales determinantes del precio del instrumento financiero”;
- “La fiabilidad de la fuente”;
- “Todas las variables de mercado que afecten al instrumento financiero en cuestión (entre ellas el precio, la rentabilidad, la volatilidad, la liquidez, las relaciones entre el precio y los instrumentos financieros, el volumen, la oferta, la demanda, etc.)”.

La “capacidad de una información para afectar de manera apreciable al precio de los instrumentos financieros a los que se refiere” probablemente sea el elemento más trascendente del concepto de información privilegiada, que en su definición por la Normativa de la Unión Europea (artículo 1 de la Directiva 2003/6) alude, explícita e implícitamente, a éste.

Efectivamente, aquel precepto comunitario se refiere explícitamente a ese elemento, en su apartado 1, al caracterizar la información privilegiada, en particular, por el hecho de que, si esta información se hiciera pública, “podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos”. Implícitamente alude al mismo elemento, en su apartado 2, cuando caracteriza a la información privilegiada como aquella “información que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión”⁽¹⁸³⁾.

Por ello, “esta capacidad de influir de manera apreciable en la cotización debe apreciarse, *a priori*, a la luz del contenido de la información de que se trate y del contexto en el que se inscriba. Así pues, para determinar si una información es privilegiada no es necesario examinar si su divulgación influyó efectivamente de manera apreciable en la cotización de los instrumentos financieros a los que se refiere”⁽¹⁸⁴⁾.

V. CONFORMACIÓN Y ESTRUCTURACIÓN DEL CONCEPTO DE “UTILIZACIÓN DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA”

Los mercados financieros para ser eficientes exigen “integridad” y “transparencia”, porque su funcionamiento requiere de la confianza de los inversores, siendo consecuentemente la información esencial en esos mercados. “Para garantizar la confianza de los inversores se necesita el mayor nivel de afluencia informativa. Pero también es necesario por la propia dinámica del mercado, esto es, para su propio

⁽¹⁸³⁾ STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

⁽¹⁸⁴⁾ STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

funcionamiento, pues de lo contrario los precios de los activos no se forman eficientemente”⁽¹⁸⁵⁾.

Consecuentemente no se limita ni se impide estar en posesión de información privilegiada, lo cual además es imposible. Lo que se prohíbe es el uso ilegítimo de esa información, porque “las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado impiden la total y adecuada transparencia del mercado, que es un requisito previo de negociación para todos los agentes económicos que participan en los mercados financieros integrados”⁽¹⁸⁶⁾.

1. La prohibición general de utilizar información privilegiada

La “integridad” de los mercados de instrumentos financieros “requiere que se prohíba a cualquier sujeto en posesión de información privilegiada determinadas conductas de uso de la información que implican un abuso injustificado de las ineficiencias intrínsecas al funcionamiento del sistema de plena transparencia”⁽¹⁸⁷⁾.

Ciertamente la mejor forma de prevenir ese uso de información privilegiada “es reducir las posibilidades de que exista información de ese carácter, en otras palabras, aumentar la transparencia del mercado procurando que afluya la mayor cantidad de información a los inversores”⁽¹⁸⁸⁾.

Además “un inversor informado es un inversor protegido”, lo que conviene al sistema de economía de mercado, en la era de la economía financiera, tanto porque aludir a inversor es tanto como hacerlo a consumidor como porque constituye un “elemento nuclear del funcionamiento y desarrollo” de los mercados de instrumentos financieros⁽¹⁸⁹⁾.

Efectivamente, la utilización de información privilegiada contraría las notas de “integridad” y “transparencia” de los mercados financieros, violentando el justo equilibrio y los principios básicos de ordenación de la convivencia, la libertad y la igualdad. “El objetivo de la legislación contra las operaciones con información privilegiada es el mismo que el de la legislación contra la manipulación del mercado: garantizar la

(185) D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 35.

(186) Décimo quinto Considerando de la Directiva 2003/6.

(187) E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 453.

(188) D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 81.

(189) D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 82.

integridad de los mercados financieros comunitarios y aumentar la confianza de los inversores en dichos mercados”⁽¹⁹⁰⁾.

Su prohibición genérica “esconde en realidad diversas prohibiciones”⁽¹⁹¹⁾, que afectan a las siguientes conductas: a) “utilizar dicha información adquiriendo o cediendo o intentando adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a que se refiera dicha información”; b) “revelar información privilegiada a cualquier persona, a menos que se haga en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o funciones”; c) “recomendar a otra persona que adquiriera o ceda, o inducirle a ello, basándose en información privilegiada, instrumentos financieros a que se refiere dicha información”.

Comportamientos prohibidos en cuanto se lleven a cabo por cualquier persona que esté en posesión de esa información, bien por su condición de miembro de los órganos de administración, gestión o control del emisor, bien por su participación en el capital del emisor, o por tener acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones, o incluso debido a sus actividades delictivas, o por cualquier otra circunstancia.

Cualquier “opción por una prohibición general o especial guarda relación con el fundamento de la prohibición (de utilizar información privilegiada)”. Por ello, en la realidad práctica, se han seguido dos sistemas delimitadores de quienes son afectados por aquella prohibición, “el recurso a un sistema de listado con enumeración de los sujetos a los que se considera potenciales iniciados, o la introducción de una cláusula general prohibiendo el uso indebido de información privilegiada a cualquier persona que la posea”⁽¹⁹²⁾.

El sistema de prohibición general “es el más adecuado y además el único coherente con una fundamentación de la prohibición de abuso de información privilegiada basada en la protección de la integridad y el correcto funcionamiento de los mercados de instrumentos financieros”⁽¹⁹³⁾. Se corresponde “con la regla general imperante res-

⁽¹⁹⁰⁾ Considerando duodécimo de la Directiva 2003/6.

⁽¹⁹¹⁾ D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 93.

⁽¹⁹²⁾ E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 455, en p. 459 indica que “la DAM ha retornado al sistema de lista, ya muy amplia, utilizado por la Directiva de iniciados de 1989, pero introduciendo varias modificaciones que impiden que alguien escape a las prohibiciones”, y en pp. 462-463 que “ya desde su redacción original, el artículo 81 LMV concibió la prohibición de abuso de información privilegiada como una prohibición general, aplicable a cualquier sujeto que estuviese en posesión de información privilegiada (...). En ocasiones se ha pretendido una limitación del círculo de destinatarios de la prohibición, poniendo en conexión el artículo 81.2 con otros preceptos, para intentar la reducción del ámbito subjetivo de la prohibición, a través de una interpretación sistemática. Todas estas argumentaciones pueden ser rebatidas con rotundidad”.

⁽¹⁹³⁾ E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 458.

pecto a la información privilegiada (que) es la prohibición absoluta de su uso, quien quiera que la posea”⁽¹⁹⁴⁾.

Todo lo cual no impide que existan “determinas conductas que están expresamente permitidas, pero actúan como excepciones a la regla general”⁽¹⁹⁵⁾, y entre las que se establece la posibilidad de revelar (comunicar) información privilegiada a terceros en el ejercicio normal de “su trabajo, profesión o funciones”, corolario de la afirmación de que “la posesión de información privilegiada no es ilícita *per se*, (y que) tan solo su uso indebido atenta contra la integridad del mercado (lo cual) implica que existen usos de la información privilegiada que son lícitos e incluso obligatorios”⁽¹⁹⁶⁾.

2. ¿Por qué es problemático el concepto de “utilización de información privilegiada”?

El derecho de la Unión Europea establece que los Estados miembros prohibirán a quienes posean información privilegiada utilizar dicha información adquiriendo o cediendo por cuenta propia o de tercero, directa o indirectamente, instrumentos financieros a que se refiera dicha información, o intentar efectuar tales operaciones de mercado, así como revelar información privilegiada a cualquier persona, a menos que se haga en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o funciones, recomendar a otra persona que adquiera o ceda o inducirle a ello, basándose en información privilegiada, instrumentos financieros a que se refiere dicha información⁽¹⁹⁷⁾.

Ciertamente la normativa comunitaria hace empleo del “sistema de lista” para designar a las personas sujetas a la prohibición de utilizar información privilegiada, pero aquel listado “es tan amplio que funciona prácticamente como una prohibición de alcance general”⁽¹⁹⁸⁾, sin que queden fuera de semejante prohibición ni de las consecuencias asociadas a su incumplimiento las personas jurídicas. Estableciendo claras categorías de posibles infractores, de la prohibición del uso de información privilegia-

⁽¹⁹⁴⁾ D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 97.

⁽¹⁹⁵⁾ D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 97, que enumera las conductas relacionadas en el artículo 81 LMV.

⁽¹⁹⁶⁾ E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 513. Me remito a mi trabajo “La prohibición de revelar información privilegiada: Su delimitación y alcance para los miembros de órgano de administración o de control elegidos por los trabajadores”, *RDBB*, núm. 109, enero-marzo de 2008, pp. 31-131.

⁽¹⁹⁷⁾ Artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6 (DAM), en relación con los “poseedores primarios de información privilegiada”.

⁽¹⁹⁸⁾ E. HERNÁNDEZ SAINZ, E., *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), p. 460.

da, más allá de la diferenciación entre personas físicas y jurídicas⁽¹⁹⁹⁾, que conforman un conjunto cuya partición de lugar a la serie de subconjuntos que a continuación se indican. Baste la descripción de estos para definir el primero. Además existe otro conjunto (universal) complementario del conjunto anterior. Por una parte están las categorías particulares (subconjuntos) siguientes:

- “Cualquier persona”, que esté en posesión de esa información (privilegiada), y sea miembro de los órganos de administración, gestión o control del emisor y posea la información privilegiada por esa precisa circunstancia;
- “Cualquier persona”, que esté en posesión de esa información (privilegiada), y participe en el capital del emisor de los instrumentos financieros, y posea esa información privilegiada concretamente por su participación en el capital del emisor;
- “Cualquier persona”, que esté en posesión de esa información (privilegiada), y trabaje o preste cualesquiera clase de servicios o funciones para el emisor de los instrumentos financieros, y tenga o pueda tener acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones.
- “Quienes”, debido a sus actividades delictivas, estén o no imputados y hayan sido o no condenados, salvo que hayan sido absueltos, y debido a esa conducta delictiva posean información privilegiada.

Por otra parte está la categoría “universal”, constitutiva del conjunto complementario (universal), que se puede definir de la siguiente manera:

“Cualquier persona (distinta de las incluidas en el conjunto antes mencionado) que posea información privilegiada y sepa, o hubiera debido saber, que se trata de información privilegiada”.

Todas ellas tienen prohibido “utilizar” la información privilegiada “adquiriendo o cediendo o intentando adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a que se refiera dicha información, así como revelar información privilegiada a cualquier persona, a menos que se haga en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o funciones, o recomendar a otra persona que adquiriera o ceda, o inducirle a ello, basándose en información privilegiada, instrumentos financieros a que se refiere dicha información”.

A las primeras categorías particulares de personas se les prohíbe la realización de aquellas operaciones por “estar en posesión de la información privilegiada”, debido a la circunstancia concreta de su inclusión en el ámbito subjetivo de aplicación, mientras que para la categoría universal la prohibición de utilizar información privilegiada sólo es efectiva “cuando esa persona sepa, o hubiera debido saber, que se trata de información privilegiada”, de tal manera que un elemento definidor del tipo se traslada, además, a la acción.

⁽¹⁹⁹⁾ Sobre la delimitación de la persona jurídica infractora E. HERNÁNDEZ SAINZ, E., *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), pp. 467-485.

Nuestro ordenamiento jurídico (al que *pari passu*, y cambiando lo que debe ser cambiado, puede referirse el anterior análisis en teoría de conjuntos) aparentemente modera las dificultades antes referidas al establecer que “todo el que disponga de información privilegiada deberá abstenerse de ejecutar por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, alguna de las conductas antes enunciadas”⁽²⁰⁰⁾. No obstante en absoluto soluciona la problemática expuesta relativa al conocimiento (efectivo *versus* debido *versus* presunto) del carácter privilegiado de la información poseída, sino que más bien la generaliza, al establecer que “las prohibiciones establecidas se aplican a cualquier persona que posea información privilegiada cuando dicha persona sepa, o hubiera debido saber, que se trata de esta clase de información”.

3. Normativa relevante

Para la conformación del concepto mismo de “utilización de información privilegiada” debe utilizarse en primer lugar la normativa de la Unión Europea, y sólo en segundo lugar, y siempre subsidiariamente, la nacional correspondiente, por las siguientes razones:

- si bien es cierto que “en la Directiva 2003/6 son objeto de regulación aspectos cuyo tenor ya indica claramente que sólo constituyen disposiciones mínimas y que los Estados están facultados para adoptar medidas que vayan más lejos. Ello ocurre, por ejemplo, por lo que se refiere a la manera en que deba sancionarse un abuso de información privilegiada (...). Por consiguiente, por lo que atañe a la imposición de sanciones, la Directiva sólo comporta una armonización mínima”⁽²⁰¹⁾,
- sin embargo, “por lo que se refiere a la prohibición expresada en el artículo 2, apartado 1, de las operaciones con información privilegiada, la Directiva 2003/6 no indica expresamente si es exhaustiva o no a este respecto”⁽²⁰²⁾, debiendo no obstante concluirse a favor de su carácter exhaustivo.

Efectivamente, un primer elemento válido para fundamentar que aquella norma comunitaria introduce una “armonización exhaustiva” se desprende “de la comparación con la Directiva anterior”. Así es, “el artículo 6 de la Directiva 89/592 autorizaba explícitamente a los Estados miembros a adoptar disposiciones más restrictivas que las previstas en ella sin embargo este antiguo artículo 6 no se retomó en la Directiva

⁽²⁰⁰⁾ Vid. E. HERNÁNDEZ SAINZ, E., *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), pp. 463-466.

⁽²⁰¹⁾ Conclusión 78 de las presentadas el 10 de septiembre de 2009, por la Abogada General Sra. Juliane Kokott, en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

⁽²⁰²⁾ Conclusión 78 de las presentadas el 10 de septiembre de 2009, por la Abogada General Sra. Juliane Kokott, en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

2003/6 (de tal manera que) en esta Directiva no hay ninguna cláusula de apertura que autorice explícitamente a los Estados miembros a ampliar la prohibición de las operaciones con información privilegiada. Ello indica que a los Estados miembros ya no les debe estar en principio permitido adoptar disposiciones más restrictivas, salvo en los ámbitos en los que la Directiva lo prevea expresamente”⁽²⁰³⁾.

Por su parte, tanto el “sentido” como la “finalidad” de la Directiva 2003/6, “tal y como se desprenden en particular de sus considerandos, abogan por que se califique la prohibición de las operaciones con información privilegiada, establecida en el artículo 2, apartado 2, de armonización exhaustiva”⁽²⁰⁴⁾.

Además “al emplear el concepto de “utilización”, se establece en el artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6 una prohibición de las operaciones con información privilegiada amplia, efectiva y fácilmente sancionable, que sólo en casos excepcionales permite actuar a pesar de que se tenga conocimiento de una información privilegiada (por ello) no se puede reconocer una verdadera necesidad ni un margen mínimo de acción común para establecer prohibiciones nacionales más restrictivas”⁽²⁰⁵⁾.

⁽²⁰³⁾ Conclusiones 79 y 80 de las presentadas el 10 de septiembre de 2009, por la Abogada General Sra. Juliane Kokott, en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck, indicando en la primera de aquellas conclusiones que “el artículo 6 precisaba en su segunda frase que los Estados miembros podían, en particular, ampliar el alcance de la prohibición de operaciones con información privilegiada. La Directiva 89/592 permitía, sin embargo, adoptar disposiciones más restrictivas siempre que tales disposiciones fueran de aplicación general, es decir, que el alcance de la disposición fuera idéntico para todas las personas físicas o jurídicas a las que ésta se (refería)”.

⁽²⁰⁴⁾ Conclusión 81, de las presentadas el 10 de septiembre de 2009, por la Abogada General Sra. Juliane Kokott, en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck, que justifica en las conclusiones 82, 83 y 84, en los siguientes términos: “Por una parte, mediante la prohibición de las operaciones con información privilegiada, la Directiva tiene por objeto obtener la confianza de los operadores económicos en la integridad de los mercados financieros reforzando, así, dichos mercados. La Directiva garantiza que la prohibición sea de aplicación general en todos los Estados miembros y que, por tanto, a este respecto, no queden en la Comunidad mercados financieros sin regular. Los operadores económicos deben poder confiar en que la prohibición de las operaciones con información privilegiada se aplica en toda la Comunidad. Por otra parte, la Directiva también tiene en cuenta que no sólo una aplicación territorial incompleta de la prohibición de las operaciones con información privilegiada sería motivo de desconfianza para los operadores económicos, sino que también una configuración distinta de esta prohibición en cada Estado miembro podría suponer un obstáculo para un funcionamiento eficaz del mercado interior en el ámbito de los mercados financieros”. En este sentido, el undécimo considerando señala expresamente que la Directiva se basa en el reconocimiento de que los requisitos legales en materia de operaciones con información privilegiada varían de un Estado miembro a otro, ‘sembrando a menudo la incertidumbre entre los agentes económicos respecto de conceptos, definiciones y ejecución’. Ello impide que el artículo 2, apartado 1, de la Directiva se considere una simple armonización mínima. En efecto, si se diera por supuesto que los Estados miembros son libres para establecer prohibiciones más restrictivas de las operaciones con información privilegiada, se seguiría dejando a los operadores económicos en la incertidumbre acerca del alcance de la prohibición y, precisamente, no se lograría la clarificación pretendida”.

⁽²⁰⁵⁾ Conclusión 86 de las presentadas el 10 de septiembre de 2009, por la Abogada General Sra. Juliane Kokott, en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

Se añade a todo ello que sólo mediante el extraordinario alcance de la armonización introducida por aquella norma de la Unión Europea se logra una amplia protección de los inversores. Debiéndose tomar en consideración, en aras de la seguridad jurídica, que tal armonización completa elimina la incertidumbre entre los operadores económicos en cuanto a la amplitud de la prohibición que es objeto de consideración.

Debe por lo tanto concluirse que “el artículo 2, apartado 1, de la Directiva comporta una armonización exhaustiva” y que aun cuando la Directiva no incluya ninguna definición del concepto de “utilización”, éste constituye “un concepto comunitario autónomo que debe determinarse de manera unitaria para todos los Estados miembros”⁽²⁰⁶⁾, que se acompaña además por la “primacía” del Derecho comunitario⁽²⁰⁷⁾.

(206) Conclusiones 88 y 92 de las presentadas el 10 de septiembre de 2009, por la Abogada General Sra. Juliane Kokott, en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck, que además añade que ha de tenerse en cuenta “que las excepciones que deban reconocerse, como las que se formulan en el artículo 2, apartado 3, o en el decimoctavo considerando, comportan en su conjunto una reducción de la prohibición, y afectan por lo tanto a circunstancias en las que no se aplica el sentido y la finalidad de la prohibición de las operaciones con información privilegiada”. Precizando aquella ilustre miembro del Alto Tribunal comunitario en sus conclusiones 89, 90 y 91 lo siguiente: “El hecho de que la Directiva 2003 constituya un caso de aplicación del así llamado procedimiento Lamfalussy tampoco conduce a una conclusión diferente. Este procedimiento establece que la materia se adopta en varios niveles legislativos, como menciona el cuarto considerando. En el nivel 1 se establecen, mediante la Directiva, principios marco de ámbito general, y más tarde, en el nivel 2, las medidas técnicas de aplicación, por la Comisión con la asistencia de un comité; De la aplicación del procedimiento Lamfalussy no se pueden, sin embargo, extraer conclusiones por lo que se refiere a la cuestión de si la Directiva armoniza exhaustivamente determinados aspectos o si permite disposiciones derogatorias por parte de los Estados miembros. En efecto, este procedimiento no tiene que ver con el grado de armonización, sino con la cuestión de cómo se adopta el Derecho a nivel comunitario; Por último, debe todavía examinarse una alegación de la Comisión que ve en el empleo del concepto ‘utilización’ en el artículo 2, apartado 1, una prueba de que allí sólo se establece una armonización mínima. Dado que en la Directiva no se define el concepto de ‘utilización’, se trata de un concepto jurídico indeterminado para cuyo desarrollo los Estados miembros disponían, de entrada, de un margen de apreciación mayor, a diferencia de lo que sucede en una armonización exhaustiva”.

(207) Como indica la Decisión del Tribunal Constitucional de 13 de diciembre de 2004 (DTC 1/2004), con referencia al Tratado por el que se establecía una Constitución Europea, “nuestra jurisprudencia ha venido reconociendo pacíficamente la primacía del Derecho comunitario europeo sobre el interno en el ámbito de las ‘competencias derivadas de la Constitución’, cuyo ejercicio España ha atribuido a las instituciones comunitarias con fundamento (...) en el artículo 93 CE (...) este Tribunal no aprecia contradicción entre el artículo I-6 del Tratado y el artículo 9.1 CE, no dándose, en definitiva, el supuesto normativo del artículo 95.1 CE”; *Vid.* J. SARRIÓN ESTEVE, “El Derecho de la Unión Europea en la jurisprudencia del Tribunal constitucional”, *Revista Práctica de Derecho* (CEF), núm. 111, abril de 2010, pp. 77-88.

4. Sus elementos conflictivos. ¿Para que exista una operación con información privilegiada basta con actuar con conocimiento de la información privilegiada, sin excepción, o se requiere además otro requisito⁽²⁰⁸⁾?

La utilización de información privilegiada en el ámbito de los mercados de instrumentos financieros constituye una infracción del ordenamiento jurídico. Sin entrar en los aspectos relativos a la sanción de la conducta infractora⁽²⁰⁹⁾ de aquella prohibición no se puede obviar la existencia de elementos comunes entre la delimitación de la misma y su sanción, siendo precisamente el primero de ellos, el relativo a la “tipificación de la conducta de que debe ser reprobada”⁽²¹⁰⁾, desde el que pueden y deben establecerse constantes “puentes”⁽²¹¹⁾.

⁽²⁰⁸⁾ Poniendo entre interrogantes la cuestión que la Abogada General Sra. Juliane Kokott se plantea en su conclusión 43, de las presentadas el 10 de septiembre de 2009, en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

⁽²⁰⁹⁾ Vid. D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), pp. 31-405; Vid. también E. HERNÁNDEZ SAINZ, *op. cit.* (*El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*), pp. 601-720.

⁽²¹⁰⁾ D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 173, indica que “el principio de taxatividad está directamente conectado con el nivel deseable de concreción que deben poseer las conductas tipificadas y sus correspondientes sanciones. Este principio exige que la infracción tipificada y la sanción que lleva anudada sean lo suficientemente concretas para poder conocer exactamente lo que está prohibido y la sanción que los poderes públicos pueden imponer si dicha prohibición es incumplida”.

⁽²¹¹⁾ Como precisa la STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck, “en la exposición de motivos de la propuesta que dio origen a la Directiva 2003/6, la Comisión indicaba así que ‘el abuso del mercado puede surgir en circunstancias en que los inversores se vean perjudicados irrazonablemente, directa o indirectamente, por personas que (...) hayan utilizado información que no esté públicamente disponible, para su propio provecho o en provecho de otros (...). Este tipo de conducta puede dar lugar a una apariencia falsa de las operaciones con instrumentos financieros y socavar el principio general de que todos los inversores deben encontrarse en pie de igualdad (...) en cuanto al acceso a la información. Los iniciados poseen información confidencial. Las operaciones basadas en dicha información proporcionan ventajas económicas injustificadas a costa de quienes no poseen dicha información privilegiada’. La propuesta de Directiva se basaba por tanto en la voluntad de prohibir a los poseedores de información privilegiada que obtuvieran ventaja de una información privilegiada efectuando una operación de mercado en detrimento de otros participantes en el mercado que no poseen dicha información. Por consiguiente, existe una relación estrecha entre la prohibición de las operaciones con información privilegiada y el concepto de información privilegiada, que en el artículo 1 de la Directiva 2003/6 se define como una ‘información de carácter concreto, que no se haya hecho pública’, que se refiere a emisores de instrumentos financieros o a instrumentos financieros, y que, ‘de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos’”.

La conducta característica y nuclear viene constituida por llevar a cabo una operación poseyendo información privilegiada⁽²¹²⁾. Pudiendo afirmarse “que la tipificación vigente de la utilización de información privilegiada (adolece de algunos defectos en términos de taxatividad⁽²¹³⁾ pero también (de) algunos aciertos”⁽²¹⁴⁾. Las conductas que están prohibidas tienen una cierta “vis expansiva”⁽²¹⁵⁾, “el operador no conoce a ciencia cierta cuándo posee información privilegiada y qué es lo que puede hacer con ella”⁽²¹⁶⁾.

Probablemente el elemento más problemático del concepto de utilización de información privilegiada está constituido por el conocimiento de la antijuridicidad de su conducta por el infractor. Porque la regulación jurídica, tanto de la Unión Europea como española, lo incluyen en el concepto. Se afirma que “el elemento subjetivo

(212) D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 186.

(213) Según reiterada jurisprudencia constitucional (SSTC 26/2005, de 14 de febrero; 100/2003, de 2 de junio; 26/2005, de 14 de febrero, y 61/2003, de 15 de septiembre): “El análisis de si se han respetado las garantías formal y material del derecho a la legalidad sancionadora debe comenzar recordando la ya consolidada doctrina de este Tribunal sobre el particular, en la que se ha reiterado que el artículo 25.1 CE incorpora la regla *nullum crimen nulla poena sine lege*, que es de aplicación al ordenamiento sancionador administrativo y que comprende tanto una garantía formal como material. Si bien la garantía formal aparece derivada de la exigencia de reserva de ley en materia sancionadora, sin embargo tiene una eficacia relativa o limitada en el ámbito sancionador administrativo, toda vez que no cabe excluir la colaboración reglamentaria en la propia tarea de tipificación de las infracciones y atribución de las correspondientes sanciones, aunque sí hay que excluir el que tales remisiones hagan posible una regulación independiente y no claramente subordinada a la Ley. Por tanto, la garantía formal implica que la ley debe contener la determinación de los elementos esenciales de la conducta antijurídica y al reglamento sólo puede corresponder, en su caso, el desarrollo y precisión de los tipos de infracciones previamente establecidos por la ley. La garantía material, por su parte, aparece derivada del mandato de taxatividad o de *lex certa* y se concreta en la exigencia de predeterminación normativa de las conductas ilícitas y de las sanciones correspondientes, que hace recaer sobre el legislador el deber de configurarlas en las leyes sancionadoras con la mayor precisión posible para que los ciudadanos puedan conocer de antemano el ámbito de lo proscrito y prever, así, las consecuencias de sus acciones. Por tanto, la garantía material implica que la norma punitiva permita predecir con suficiente grado de certeza las conductas que constituyen infracción y el tipo y grado de sanción del que puede hacerse merecedor quien la cometa, lo que conlleva que no quepa constitucionalmente admitir formulaciones tan abiertas por su amplitud, vaguedad o indefinición, que la efectividad dependa de una decisión prácticamente libre y arbitraria del intérprete y juzgador”.

(214) D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 211.

(215) D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), pp. 186 y 212.

(216) D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 212.

requiere únicamente el conocimiento de los elementos del tipo, pero no de la antijuridicidad o de que se está actuando bajo una causa de justificación”⁽²¹⁷⁾.

Pero resulta que, a la postre, la antijuridicidad no deja de ser relevante para el concepto, ni puede dejarse únicamente al ámbito puramente sancionador, porque esa consciencia en que se está utilizando información privilegiada se exige en la propia noción de utilización de información privilegiada. En la delimitación misma, en su explicitación, de que sea la “información privilegiada”, expresamente y para todos los supuestos, exige lo que, *pari passu* y cambiando lo que debe ser cambiado, se denomina antijuridicidad⁽²¹⁸⁾.

Cuando se considera la “utilización de información privilegiada”, tanto en la norma comunitaria como en su transcripción nacional⁽²¹⁹⁾, debe valorarse si se exige expresamente, o simplemente se presume, la concurrencia de aquel elemento (consciencia del carácter “privilegiado” de la información), con la consecuencia, para cuando se presume, de que puede lícitamente cuestionarse la existencia en tal caso de la conducta prohibida (utilización de información privilegiada), porque no parece de recibo la operatividad de una presunción (“*homini*”, que ni siquiera legal) cuando la comisión de la conducta lleva aparejada la imposición de una sanción. En definitiva, ¿para que exista una operación con información privilegiada basta con actuar con conocimiento de la información privilegiada, sin excepción, o se requiere además otro requisito?

5. “Utilización” y “conocimiento” de “información privilegiada”. Un poco de historia legislativa

A) *Planteamiento general en una perspectiva histórica*

Ha de partirse de que el artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6 ya no define la operación prohibida como aquella que debe efectuarse “con conocimiento de causa”, sino que se limita a prohibir, con relación a los poseedores de información privilegiada, utilizar dicha información cuando efectúan una operación de mercado, defi-

⁽²¹⁷⁾ D. ENTRENA RUIZ, *op. cit.* (*El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*), p. 261, que indica en p. 264: “la comisión de una infracción administrativa es sancionable si es antijurídica, se tiene conciencia de ello (...). Sin embargo, en el caso concreto, y en particular el uso ilegal de información privilegiada, la configuración de la infracción como de peligro abstracto sobre un bien jurídico colectivo obliga a aplicarlos de formas muy limitada”.

⁽²¹⁸⁾ Dicho en términos de legislación derogada, actuar con “conocimiento de causa”.

⁽²¹⁹⁾ Especialmente significativa al respecto es la regulación contenida en nuestro ordenamiento jurídico.

niendo los elementos constitutivos de la operación prohibida al referirse expresamente a dos tipos de elementos⁽²²⁰⁾, a saber:

- Por una parte, a las personas que están incluidas en su ámbito de aplicación.
- Por otra parte, a las acciones materiales constitutivas de la operación.

En la norma comunitaria no se establecen expresamente requisitos subjetivos relativos a la intención que inspira las acciones materiales. Así, el artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6 no precisa si el poseedor primario de información privilegiada debió haber sido guiado por una intención especulativa, debió haber perseguido un propósito fraudulento o debió haber actuado deliberadamente o por negligencia⁽²²¹⁾.

Aquel precepto comunitario no indica expresamente que sea necesario establecer que la información privilegiada determinó la decisión de efectuar la operación de mercado de que se trate, como tampoco prevé expresamente que el poseedor de información privilegiada debió haber sido consciente del carácter privilegiado de la información de que disponía⁽²²²⁾.

En una referencia a la historia legislativa más próxima se afirma⁽²²³⁾ que “el legislador comunitario, al elaborar la Directiva 2003/6, quiso subsanar determinadas lagunas que se habían observado al aplicar la Directiva 89/592”. Así el artículo 2, apartado 1, de la Directiva 89/592 tenía, en efecto, por objeto prohibir a las personas que (...) dispongan de una información privilegiada efectuar una operación de mercado con los valores mobiliarios de que se trate “explotándola con conocimiento de causa”.

Efectivamente, la anterior Directiva 89/592 formulaba en su artículo 2, apartado 1, la prohibición de operaciones con información privilegiada como sigue: “cada Estado miembro prohibirá a las personas que (...) dispongan de una información privilegiada, adquirir o ceder por cuenta propia o ajena, ya sea directa o indirectamente, los valores del emisor o de los emisores afectados por dicha información privilegiada explotándola con conocimiento de causa”⁽²²⁴⁾. Lo cual se modificó en el proyecto de

(220) Indica la STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

(221) STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

(222) STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

(223) Por la STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

(224) Precisa la Abogada General, Sra. Juliane Kokott, en la conclusión 56 de las presentadas el 10 de septiembre de 2009 en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

Directiva 2003/6 en el que el concepto de “utilización” se sustituía por el de “explotación” (225).

Afirmándose que “la prohibición se refería así, al emplear el concepto de ‘explotación’, a una característica subjetiva entendida en el sentido de una acción intencional. El requisito de la explotación podía entenderse de manera que la operación efectuada debiera precisamente efectuarse a raíz de la información privilegiada y con la intención de realizar un beneficio o de evitar una pérdida” (226).

Recordándose que “la adaptación del Derecho interno a esta disposición originó matices de interpretación en los Estados miembros, al haberse asimilado el concepto de ‘explotación con conocimiento de causa’, en determinados Derechos nacionales, al requisito de un elemento subjetivo” (227).

En ese contexto, resultó que “la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) presentada el 30 de mayo de 2001 por la Comisión de las Comunidades Europeas (228), se basó en el tenor del artículo 2, apartado 1, de la Directiva 89/592, si bien suprimiendo la expresión ‘con conocimiento de causa’” debido a que “por su naturaleza estos (poseedores primarios de información privilegiada) pueden tener acceso a la misma a diario, y son conscientes de la naturaleza confidencial de la información que reciben” (229).

Asimismo ha de precisarse que en los trabajos preparatorios posteriores el Parlamento Europeo solicitó, en el marco del debate de la Directiva 2003/6, que se sustituyera el requisito de la “explotación”, que finalmente condujo a la redacción del artículo 2, apartado 1, en su forma vigente, que en adelante sólo se refería a “utilización”. Aquella institución comunitaria había justificado su enmienda aduciendo que en el procedimiento administrativo se sancionaba la mera utilización de una información

(225) Destaca la Abogada General, Sra. Juliane Kokott, en la conclusión 58 de las presentadas el 10 de septiembre de 2009 en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck, la cual precisa, en nota 23, que “a diferencia de la versión francesa (sustitución del concepto ‘*en exploitant*’ por el concepto ‘*utiliser*’) o en la inglesa (sustitución del concepto ‘*taking advantage*’ por el concepto ‘*using*’), en la versión neerlandesa tanto de la Directiva 89/592 ‘*met gebruikmaking*’) como de la Directiva 2003/6 (‘*om gebruik te maken*’) se encuentra el mismo concepto de ‘utilización’ de la información. El requisito subjetivo se expresó en la versión neerlandesa de la Directiva 89/592 con el adverbio ‘*welbewust*’, al indicarse: ‘*met gebruikmaking, welbewust, van deze voorwetenschap*’”.

(226) Indica la Abogada General, Sra. Juliane Kokott, en la conclusión 57 de las presentadas el 10 de septiembre de 2009 en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

(227) STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

(228) 2001/0118(COD).

(229) STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

privilegiada y que, por consiguiente, “debía suprimirse cualquier elemento que hiciera referencia a un objetivo o a un propósito”⁽²³⁰⁾.

Circunstancias que, se dice, demuestran “que el Parlamento, de conformidad con el enfoque objetivo del concepto de operación con información privilegiada preconizado por la Comisión, deseó sustituir el verbo ‘explotar’ por el verbo ‘utilizar’ con el fin de no conservar ningún elemento de finalidad o de intencionalidad en la definición de las operaciones con información privilegiada”⁽²³¹⁾.

B) Análisis del elemento subjetivo del concepto

Se afirma que aquella evolución legislativa desde el término “explotar”, contenido en la Directiva 89/592, a la expresión “utilizar”, empleada en el artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6 (DAM), demuestra que esta última norma comunitaria “define de manera objetiva las operaciones con información privilegiada sin que la intención que las inspira entre de manera explícita en su definición, y ello con el fin de lograr una armonización uniforme del Derecho de los Estados miembros”⁽²³²⁾.

No obstante, ¿ha de existir la intención o ha de ser deliberada la decisión de utilizar una información privilegiada? En respuesta a semejante interrogante se afirma:

- Que no se requiere una intención específica o decisión deliberada de utilizar la información, para que se esté “utilizando información privilegiada”, porque “una persona no puede, en efecto, al actuar conociendo una información privilegiada, ignorarla completamente. Por lo contrario, la información influye, en general, en su decisión de compra o de venta”. En consecuencia, se dice, “procede considerar que existe, por regla general y sin más, utilización de la información privilegiada”⁽²³³⁾.

⁽²³⁰⁾ Indica la Abogada General, Sra. Juliane Kokott, en la conclusión 58 de las presentadas el 10 de septiembre de 2009 en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

⁽²³¹⁾ Precisa la Abogada General, Sra. Juliane Kokott, en la conclusión 58 de las presentadas el 10 de septiembre de 2009 en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck, que alude, en Nota 26, al informe del diputado R. Goebbels de 27 de febrero de 2002 (PE 307.438/A5-0069/2002) sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (2001/0118(COD)), que el Parlamento Europeo hizo suya en su Resolución legislativa de 14 de marzo de 2002.

⁽²³²⁾ STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

⁽²³³⁾ Indica la Abogada General, Sra. Juliane Kokott, en las conclusiones 45-46 de las presentadas el 10 de septiembre de 2009 en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

- Que “la reunión de los elementos constitutivos de la operación con información privilegiada contemplados en el artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6 permite (...) presumir la intención del autor de esta operación”⁽²³⁴⁾.
- Que “un mecanismo de prevención y de sanción administrativa de las operaciones con información privilegiada mermaría (la eficacia de esa sanción) si estuviera supeditada a la búsqueda sistemática de un elemento subjetivo”⁽²³⁵⁾.

Como desarrollo del último de los aparados debe destacarse la, más que cuestionable, siguiente reflexión de la jurisprudencia comunitaria: “Sólo cuando la prohibición de las operaciones con información privilegiada permita la represión efectiva de las infracciones, resultará disuasiva y favorecerá de manera duradera el respeto de las normas por todos los agentes económicos. La puesta en práctica efectiva de la prohibición de las operaciones de mercado se basa, por lo tanto, en una estructura simple en la que los medios de defensa subjetivos son limitados, no sólo para sancionar sino también para prevenir eficazmente las infracciones de esta prohibición”⁽²³⁶⁾.

a) Regulación normativa

Ciertamente, “si se observa el tenor del artículo 2, apartado 1 (de la Directiva 2003/6), lo primero que llama la atención es que éste no describe las operaciones prohibidas con información privilegiada como una adquisición ‘con conocimiento’ de una información privilegiada, sino que exige que la adquisición se realice ‘utilizando’ dicha información”. Términos que “no se emplean en el lenguaje corriente como sinónimos, sino que cada término tiene un significado autónomo”⁽²³⁷⁾.

Al hecho de que el artículo 2 de la Directiva 2003/6 (DAM) no prevea expresamente un elemento subjetivo se le pretende buscar explicación en las siguientes consideraciones⁽²³⁸⁾:

⁽²³⁴⁾ STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

⁽²³⁵⁾ STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

⁽²³⁶⁾ STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

⁽²³⁷⁾ Señala la Abogada General, Sra. Juliane Kokott, en las conclusiones 45-46 de las presentadas el 10 de septiembre de 2009 en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck. La cual precisa, en la misma conclusión, que “conocimiento” se refiere simplemente a “conocer en el sentido de un saber determinado” y que, por lo contrario, “si bien es cierto que ‘utilización’ implica necesariamente un conocimiento previo, (ésta) no se produce hasta que dicho conocimiento desemboca en una actuación”.

⁽²³⁸⁾ STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

- En primer lugar, “la naturaleza particular de la operación con información privilegiada (...) permite presumir este elemento subjetivo a partir de la reunión de (sus) elementos constitutivos (...). Para empezar, la relación de confianza que une a los poseedores primarios de información privilegiada, mencionados en el artículo 2, apartado 1, letras a) a c), con el emisor de los instrumentos financieros a los que se refiere la información privilegiada implica por su parte una responsabilidad particular a este respecto. A continuación, la ejecución de una operación de mercado resulta necesariamente de una cadena de decisiones que se inscriben en un contexto complejo que permite excluir, en principio, que su autor haya podido actuar sin ser consciente de sus actos. Por último, cuando tal operación de mercado se efectúa estando su autor en posesión de una información privilegiada, debe considerarse, en principio, que esta información se había integrado en el proceso decisorio de éste”.
- En segundo lugar, “(...) la finalidad de la (norma comunitaria), como se recuerda en particular en los considerandos segundo y duodécimo de ésta, es la de garantizar la integridad de los mercados financieros comunitarios y aumentar la confianza de los inversores en dichos mercados. El legislador comunitario optó por un mecanismo de prevención y de sanción administrativa de las operaciones con información privilegiada cuya eficacia mermaría si estuviera supeditada a la búsqueda sistemática de un elemento subjetivo”.

Según la jurisprudencia europea la consideración conjunta de los elementos constitutivos de una operación con información privilegiada, referidos en el artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6, posibilitan la conformación de una presunción “*hominis*” de la intencionalidad del autor de aquella operación⁽²³⁹⁾.

Las diversas versiones lingüísticas del texto del artículo 2 de la Directiva 2003/6, en relación con la exigencia de la “utilización” de la “información privilegiada”, según se trate de una “cesión” o de una “adquisición” de un instrumento financiero (basta con comparar las versiones alemana, francesa e inglesa) no deben entorpecer la aplicación de ese precepto de la Directiva 2003/6. Aquellas diferentes versiones nacionales, se concluye, “deben, no obstante, interpretarse de un modo uniforme en caso de discrepancia entre las mismas; la disposición de que se trate debe interpretarse en función

⁽²³⁹⁾ Vid. conclusiones 45-46, 48-49 y nota 18, de las presentadas el 10 de septiembre de 2009, por la Abogada General sra. Julaine Kokott, en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raendonck.

del sistema general y de la finalidad de la normativa de la que forma parte, así como, en su caso, en función de la voluntad de su autor⁽²⁴⁰⁾.

Si al conocimiento de la “información privilegiada” se accede en el momento mismo de ceder, adquirir o ejecutar una orden, en cumplimiento de una obligación previamente adquirida y definida, y en ese momento ya vencida, aquella información naturalmente será intrascendente a efectos de calificarla de “privilegiada”, debiendo en definitiva considerarse una “información sobrevenida de imposible utilización”. Por ello se concluye que “sólo una interpretación teleológica de la Directiva, que

(240) Indica la Abogada General, Sra. Juliane Kokott, en la conclusión 47 de las presentadas el 10 de septiembre de 2009 en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck, apoyándose en una reiterada jurisprudencia comunitaria; Ha de tenerse en cuenta que según esa reiterada jurisprudencia comunitaria, para interpretar una disposición de Derecho comunitario, debe tenerse en cuenta no sólo su tenor literal, sino también su contexto y los objetivos perseguidos por la normativa de la que forma parte (SSTJUE de 17 de noviembre de 1983, asunto 292/82, Merck; de 14 de octubre de 1999, asunto C-223/98, Adidas; de 7 de junio de 2005, asunto C-17/03, VEMW y otros; de 10 de septiembre de 2009, asunto C-199/08, Eschig, y de 15 de abril de 2010, asunto C-518/08, Fundación Gala-Salvador Dalí, Visual Entidad de Gestión de Artistas Plásticos (VEGAP) contra Société des auteurs dans les arts graphiques et plastiques (ADAGP), Juan-Leonardo Bonet Domènech, y otros). Todo ello sin perjuicio de la concurrencia de otros criterios interpretativos. La necesidad de una interpretación uniforme de las Directivas de la Unión excluye la posibilidad de que, en caso de duda, el texto de una disposición sea considerado aisladamente, y, en cambio, exige que sea interpretado y aplicado a la luz de las versiones redactadas en las demás lenguas oficiales (SSTJUE de 2 de abril de 1998, asunto C-296/95, EMU Tabac y otros; de 17 de junio de 1998, asunto C-321/96, Mecklenburg; de 20 de noviembre de 2008, asunto C-375/07, Heuschen & Schrouff Oriental Foods Trading, de 10 septiembre 2009, asunto C-199/08, Eschig, y de 15 de octubre de 2010, asunto C-511/08, Handelsgesellschaft Heinrich Heine GMBH contra Verbraucherzentrale Nordrhein-Westfalen eV). Además, en caso de divergencia entre las distintas versiones lingüísticas de una disposición de la Unión, la norma de que se trata debe interpretarse en función de la estructura general y de la finalidad de la normativa en que se integra (SSTJUE de 9 de marzo de 2000, asunto C-437/97, EKW y Wein & Co.; de 4 de octubre de 2007, asunto C-457/05, Schutzverband der Spirituosen-Industrie y de 9 de octubre de 2008, asunto C-239/07, Sabatauskas y otros). Sin que la formulación utilizada en una de las versiones lingüísticas de una disposición del Derecho de la Unión pueda constituir la única base para la interpretación de una disposición, ni se le pueda reconocer carácter prioritario frente a otras versiones lingüísticas, pues semejante enfoque sería incompatible con la exigencia de uniformidad en la aplicación del Derecho de la Unión. Finalmente ha de hacerse recordatorio de que las disposiciones de una Directiva deben ejecutarse con ineludible fuerza imperativa, con la especificidad, precisión y claridad necesarias para cumplir la exigencia de seguridad jurídica (SSTJUE de 17 de mayo de 2001, asunto C-159/99, Comisión/Italia, de 27 de febrero de 2003, asunto C-415/01, Comisión/Bélgica, y de 27 de abril de 2006, asunto C-441/02, Comisión/Alemania). Además, como indica la STJUE de 25 de noviembre de 2010, asunto c-4289/09 Fuß, “procede recordar que la obligación, derivada de una Directiva, de que los Estados miembros alcancen el resultado previsto por ésta y su deber, conforme al artículo 4 TUE, apartado 3, de adoptar todas las medidas generales o particulares apropiadas para asegurar el cumplimiento de dicha obligación, se imponen a todas las autoridades de los Estados miembros. Tales obligaciones pesan sobre estas autoridades (STJUE de 15 de abril de 2008, Impact, asunto C-268/06). De ello se desprende, según la jurisprudencia del Tribunal de Justicia que, cuando no resulte posible interpretar y aplicar la normativa nacional conforme con las exigencias del Derecho de la Unión, los órganos jurisdiccionales nacionales y los órganos de la Administración están obligados a aplicar íntegramente el Derecho de la Unión y tutelar los derechos que éste concede a los particulares, así como abstenerse de aplicar, en su caso, cualquier disposición contraria del Derecho interno (SSTJUE de 22 de junio de 1989, Costanzo, asunto 103/88, de 11 de enero de 2007, ITC, asunto C-208/05”.

también tenga en cuenta su génesis, permite dar una respuesta definitiva a la cuestión”⁽²⁴¹⁾.

Aquella interpretación se basa en la estimación de que, por una parte, “el objetivo de la legislación contra las operaciones con información privilegiada es el mismo que el de la legislación contra la manipulación del mercado: garantizar la integridad de los mercados financieros comunitarios y aumentar la confianza de los inversores en dichos mercados”, y por otra parte “las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado impiden la total y adecuada transparencia del mercado, que es un requisito previo de negociación para todos los agentes económicos que participen en los mercados financieros integrados”⁽²⁴²⁾.

Esto es, en que “un mercado financiero integrado que sea operativo requiere que los operadores económicos depositen su confianza legítima en una total y adecuada transparencia del mercado”, y por ello “debe garantizarse la igualdad de oportunidades y prohibirse que algunos agentes económicos resulten favorecidos por la utilización de conocimientos privilegiados en detrimento del resto de agentes económicos”⁽²⁴³⁾.

b) Un “mundo de presunciones”

Se precisa que “el establecimiento de un régimen eficaz y uniforme de prevención y de sanción de las operaciones con información privilegiada con el fin legítimo de proteger la integridad de los mercados financieros pudo así llevar al legislador comunitario a formular una definición objetiva de los elementos constitutivos de una operación prohibida con información privilegiada. Aunque el artículo 2, apartado 1, de

(241) Destaca la Abogada General, Sra. Juliane Kokott, en las conclusiones 51 y 53 de las presentadas el 10 de septiembre de 2009 en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck, indicando, en su conclusión 52, que “en este contexto, el decimotercero considerando de la Directiva también es importante. Éste indica, por una parte, que la utilización de la información privilegiada ‘puede’ consistir en la adquisición o el acto de disposición con conocimiento de información privilegiada. Por otra parte, nombra ejemplos concretos en los que, a pesar de que haya conocimiento, no puede partirse de su ‘utilización’. Por tanto, en este punto ya se dilucida que, si bien conocer una información privilegiada constituye un requisito imperativo para una operación prohibida con información privilegiada, el alcance de la prohibición establecida por el artículo 2, apartado 1, de la Directiva no queda definitivamente circunscrito mediante el criterio de la actuación con conocimiento de una información privilegiada”.

(242) Considerandos duodécimo y decimoquinto de la Directiva 2003/6.

(243) Indica la Abogada General, Sra. Juliane Kokott, en la conclusión 54 de las presentadas el 10 de septiembre de 2009 en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck, indicando en su conclusión 55 que “sólo una configuración de la prohibición de las operaciones con información privilegiada que sea efectivamente aplicable en la práctica puede garantizar el funcionamiento de los mercados financieros de la mejor manera posible (únicamente) cuando la prohibición de las operaciones con información privilegiada permita la represión de las infracciones, resultará disuasiva y favorecerá de manera duradera el respeto de las normas por todos los agentes económicos. Por consiguiente, el legislador comunitario, al redactar la nueva versión de la Directiva 2003/6, tuvo en cuenta experiencias insatisfactorias que tuvieron lugar al amparo de la anterior Directiva”.

la Directiva 2003/6 no prevea expresamente un elemento subjetivo, ello no significa que deba interpretarse esta disposición en el sentido de que cualquier poseedor (...) de información privilegiada que efectúe una operación de mercado entra automáticamente dentro del ámbito de aplicación de la prohibición de las operaciones con información privilegiada”⁽²⁴⁴⁾.

En efecto, “una interpretación tan extensiva del artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6 comportaría el riesgo de ampliar el ámbito de aplicación de esta prohibición más allá de lo que es apropiado y necesario para alcanzar los objetivos perseguidos por esta Directiva. Tal interpretación podría, en la práctica, conducir a la prohibición de determinadas operaciones de mercado que no perjudican necesariamente los intereses protegidos por dicha Directiva. Por lo tanto, es necesario distinguir las ‘utilizaciones de información privilegiada’ que pueden perjudicar dichos intereses de las que no pueden”⁽²⁴⁵⁾.

Por ello, se añade, tanto la Directiva 2003/6, como lo hacía su predecesora, la Directiva 89/592, “prohíbe las operaciones con información privilegiada con el objeto de garantizar la integridad de los mercados financieros y aumentar la confianza de los inversores, confianza que se basa, entre otras cosas, en la garantía de que estarán en igualdad de condiciones y de que estarán protegidos contra el uso ilícito de información privilegiada”⁽²⁴⁶⁾.

Esto es, “la prohibición de las operaciones con información privilegiada enunciada en el artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6 consiste en garantizar la igualdad entre las partes contractuales que intervienen en una operación bursátil, evitando que uno de ellos, poseedor de una información privilegiada que lo sitúa en una posición ventajosa con respecto a los otros inversores, saque provecho de ello en detrimento de la otra parte que desconoce tal información”⁽²⁴⁷⁾.

⁽²⁴⁴⁾ STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

⁽²⁴⁵⁾ STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

⁽²⁴⁶⁾ STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck. También STJUE de 22 de noviembre de 2005, asunto C-384/02, Grøngaard y Bang, según la cual de los considerandos segundo a quinto de la Directiva 89/592 se desprende que ésta tenía por objeto asegurar el buen funcionamiento del mercado secundario de valores negociables y mantener la confianza de los inversores que se basaba, entre otras cosas, en la garantía de que los inversores estarían en igualdad de condiciones y de que estarían protegidos contra el uso ilícito de la “información privilegiada”. Al respecto ha de recordarse que, según reiterada jurisprudencia comunitaria, para interpretar una disposición de Derecho comunitario debe tenerse en cuenta no sólo su tenor literal, sino también su contexto y los objetivos perseguidos por la normativa de la que forma parte (SSTJCE de 18 de mayo de 2000, asunto C-301/98, KVS International, de 6 de julio de 2006, asunto C-53/05, Comisión/Portugal, y de 16 de octubre de 2008, asunto C-298/07, Bundesverband der Verbraucherzentralen und Verbraucher-verb).

⁽²⁴⁷⁾ STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

En este sentido se precisa que ya “la propuesta de Directiva se basaba por tanto en la voluntad de prohibir a los poseedores de información privilegiada que obtuvieran ventaja de una información privilegiada efectuando una operación de mercado en detrimento de otros participantes en el mercado que no poseen dicha información”⁽²⁴⁸⁾. Por todo ello se afirma por la justicia europea lo siguiente:

- a) Que “existe una relación estrecha entre la prohibición de las operaciones con información privilegiada y el concepto de información privilegiada, que en el artículo 1 de la Directiva 2003/6 (DAM) se define como una “información de carácter concreto, que no se haya hecho pública”, que se refiere a emisores de instrumentos financieros o a instrumentos financieros, y que, “de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos” y que “con el fin de aumentar la seguridad jurídica de los participantes en los mercados, la Directiva 2003/124 precisó la definición de dos elementos esenciales de la información privilegiada, esto es, el carácter preciso de esta información y el alcance de su impacto potencial sobre los precios”⁽²⁴⁹⁾.
- b) Que “gracias a su carácter no público y preciso y a su capacidad de influir significativamente en los precios de los instrumentos financieros correspondientes, una información privilegiada proporciona así a su poseedor una ventaja respecto a todos los demás participantes en el mercado que la desconocen. Permite, en efecto, a dicho poseedor de información privilegiada, cuando actúa en consonancia con esta información efectuando una operación de mercado, contar con la obtención de una ventaja económica sin por ello exponer-

⁽²⁴⁸⁾ STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck, que precisa cómo ya “en la exposición de motivos de la propuesta que dio origen a la Directiva 2003/6, la Comisión indicaba así que ‘el abuso del mercado puede surgir en circunstancias en que los inversores se vean perjudicados irrazonablemente, directa o indirectamente, por personas que (...) hayan utilizado información que no esté públicamente disponible, para su propio provecho o en provecho de otros (...). Este tipo de conducta puede dar lugar a una apariencia falsa de las operaciones con instrumentos financieros y socavar el principio general de que todos los inversores deben encontrarse en pie de igualdad (...) en cuanto al acceso a la información. Los iniciados poseen información confidencial. Las operaciones basadas en dicha información proporcionan ventajas económicas injustificadas a costa de quienes no poseen dicha información privilegiada’”. Por analogía *vid.* STJUE de 10 de mayo de 2007, asunto C-391/04, Georgakis.

⁽²⁴⁹⁾ STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck, la cual precisa que “el artículo 1, apartado 1, de esta Directiva establece así que se entenderá que la información es de carácter preciso si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a (una conclusión sobre) el posible efecto de esa serie de circunstancias o hecho sobre los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes”. Este artículo 1, apartado 2, enuncia que una información que tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros es la “que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión”.

se a los mismos riesgos que los demás participantes en el mercado. Así pues, la característica esencial de la operación con información privilegiada consiste en el hecho de sacar indebidamente provecho de una información en detrimento de terceros que la desconocen y, por consiguiente, menoscabar la integridad de los mercados financieros y la confianza de los inversores”⁽²⁵⁰⁾.

Debiendo repararse en las siguientes consecuencias derivadas de aquellas afirmaciones:

- que si bien el artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6 (DAM) “debe en principio interpretarse en el sentido de que una actuación con conocimiento de la información privilegiada ya constituye una ‘utilización’ en el sentido de dicha disposición”,
- resulta que “una actuación con conocimiento de una información privilegiada no constituye siempre e inevitablemente una operación prohibida con información privilegiada”,
- de tal manera que, de seguro, “en situaciones en las que esté excluido que el conocimiento de una información privilegiada pueda influir en la actuación, no podrá hablarse de utilización de información privilegiada”⁽²⁵¹⁾.

Asimismo se afirma que “cuando una persona actúa en contra de la evolución futura de los precios que se desprende de la información privilegiada, no puede decirse que utilice dicha información. Lo cual no obsta que, si se tiene solamente en cuenta una “actuación con conocimiento de la información privilegiada”, deba “afirmarse la existencia de una operación con información privilegiada, puesto que existe un acto de disposición con conocimiento”⁽²⁵²⁾. Concluyéndose “por consiguiente”, pero no irremediablemente, lo siguiente:

- Que “la prohibición de las operaciones con información privilegiada se aplica cuando un poseedor de información privilegiada hace una utilización indebida de la ventaja que le proporciona esta información efectuando una operación de mercado en consonancia con esta información”⁽²⁵³⁾.
- Que “el hecho de que un poseedor de información privilegiada efectúe una operación de mercado con los instrumentos financieros a los que se refiere

⁽²⁵⁰⁾ STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

⁽²⁵¹⁾ Razonamiento que efectúa la Abogada General, Sra. Juliane Kokott, en las conclusiones 61 y 62 de las presentadas el 10 de septiembre de 2009 en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

⁽²⁵²⁾ Indica la Abogada General, Sra. Juliane Kokott, en la conclusión 67 de las presentadas el 10 de septiembre de 2009 en el asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck, *vid.* conclusiones 63, 64, 65 y 66.

⁽²⁵³⁾ STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

esta información implica que dicha persona ha ‘utilizado esta información’ en el sentido del artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6”.

No obstante aquellas afirmaciones, se precisa, que “con el fin de no ampliar la prohibición prevista en el artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6⁽²⁵⁴⁾ más allá de lo que es apropiado y necesario para la consecución de los objetivos perseguidos por esta Directiva, ciertas situaciones pueden requerir un examen en profundidad de los hechos que permita asegurarse de que la utilización de la información privilegiada reviste efectivamente el carácter indebido que dicha Directiva se propone proscribir en nombre de la integridad de los mercados financieros y de la confianza de los inversores”⁽²⁵⁵⁾.

(254) STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

(255) STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck. En la que además se indica lo siguiente: “A este respecto, procede señalar que la exposición de motivos de la Directiva 2003/6 (DAM) proporciona varios ejemplos de situaciones en las que, para un poseedor primario de información privilegiada, al efectuar una operación de mercado no debiera, de por sí, constituir una ‘utilización de información privilegiada’ en el sentido del artículo 2, apartado 1, de esta Directiva. Así, el decimoctavo considerando de la Directiva 2003/6 (DAM) recuerda que la utilización de la información privilegiada ‘puede consistir en la adquisición de instrumentos financieros o en la realización de actos de disposición sobre los mismos cuando la parte de que se trate conozca, o hubiera debido conocer, que la información que está en su posesión es información privilegiada’. Esta hipótesis se contempla expresamente en el artículo 4 de esta Directiva, que amplía la prohibición de las operaciones con información privilegiada a cualquier persona que sepa, o hubiera debido saber, que la información que está en su posesión es información privilegiada. No obstante, la aplicación automática de estos criterios a determinados profesionales de los mercados financieros, que están abocados a poseer información privilegiada sobre operaciones de mercado efectuadas por terceros, implicaría el riesgo de prohibirles continuar con su actividad, cuando ésta es legítima y útil para el buen funcionamiento de los mercados financieros. El decimoctavo considerando de dicha Directiva precisa, a este respecto, que corresponde a las autoridades competentes la apreciación de lo que una persona razonable conoce o hubiese debido conocer ‘en esas circunstancias’. Además, este considerando precisa que el mero hecho de que los creadores de mercado, los organismos autorizados a actuar como contrapartida, o las entidades autorizadas a actuar por cuenta de terceros que dispongan de información privilegiada se limiten a efectuar operaciones de mercado de manera legítima y de conformidad con las normas que les son aplicables, “no debe considerarse que constituye en sí mismo utilización de tal información privilegiada”. El vigesimonono considerando de la Directiva 2003/6 (DAM) precisa que el acceso a la información privilegiada de otra empresa y el uso de la misma en el contexto de una oferta pública de adquisición o de una propuesta de fusión ‘no debe considerarse en sí mismo como constitutivo de abuso de información privilegiada’. En efecto, la operación de una empresa que, después de obtener información privilegiada sobre una sociedad objetivo, consiste en lanzar a continuación una oferta pública de adquisición del capital de esta última a un precio superior al del mercado, no puede en principio considerarse una operación prohibida con información privilegiada puesto que no perjudica los intereses protegidos por dicha Directiva. Según el trigésimo considerando de la Directiva 2003/6 (DAM), dado que la ejecución de una operación de mercado presupone necesariamente una decisión previa de su autor, el hecho de realizar dicha operación ‘no debe considerarse en sí mismo como constitutivo de abuso de información privilegiada’. De otro modo, el artículo 2, apartado 1, de esta Directiva podría, en particular, llevar a prohibir a la persona que ha decidido lanzar una operación pública de adquisición ejecutar esta decisión, al constituir ésta una información privilegiada. Pues bien, tal resultado no sólo excedería de lo que puede considerarse apropiado y necesario para alcanzar los objetivos de dicha Directiva, sino que podría incluso perjudicar el buen funcionamiento de los mercados financieros impidiendo las ofertas públicas de adquisición”.

Con lo que, en definitiva, parecería que se quisiera poner de relieve la importancia del elemento subjetivo, trasladando al concepto de utilización de información privilegiada, *pari passu*, un elemento de antijuridicidad, dando relieve al propósito, intencionalidad y consciencia del agente. Pero lejos de ello, se afirma con cuestionable acierto que en la resolución de la cuestión de si un poseedor de información privilegiada “utiliza esta información” en el sentido del art. 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6, han de tenerse en cuenta las siguientes consideraciones:

- Que “debe determinarse a la luz de la finalidad de dicha Directiva, que consiste en garantizar la integridad de los mercados financieros y en aumentar la confianza de los inversores, confianza que se basa, entre otras cosas, en la garantía de que estarán en igualdad de condiciones y de que estarán protegidos contra el uso ilícito de información privilegiada. Sólo una utilización contraria a esta finalidad constituye una operación prohibida con información privilegiada”⁽²⁵⁶⁾.
- Pero todo ello, “sin perjuicio del respeto del derecho de defensa y, en particular, del derecho a poder destruir esta presunción”⁽²⁵⁷⁾, y, consiguientemente, de la presunción de inocencia.

VI. INFLUENCIA EN EL CONCEPTO DE “UTILIZACIÓN DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA” DEL PRINCIPIO DE “PRESUNCIÓN DE INOCENCIA”

Aludir al principio de presunción de inocencia parece pertinente dadas las consideraciones anteriormente efectuadas en torno al concepto de “utilización de información privilegiada”, para ello el punto de partida puede situarse en las siguientes consideraciones:

- Por una parte “la reunión de los elementos constitutivos de la operación con información privilegiada contemplados en el artículo 2, apartado 1, de la

⁽²⁵⁶⁾ STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

⁽²⁵⁷⁾ SSTJUE de 12 de junio de 2003, asunto C-112/00, Schmidberger, y de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck que establece lo siguiente: “el respeto de los derechos humanos constituye un requisito de legalidad de los actos comunitarios y que no pueden admitirse en la Comunidad medidas incompatibles con el respeto de los derechos humanos”; Además según reiterada jurisprudencia constitucional “resulta contrario a las exigencias derivadas del principio de legalidad consagrado en el artículo 25.1 CE aquellas aplicaciones de las normas sancionadoras que conduzcan a soluciones que se aparten del tenor literal del precepto o que resulten esencialmente opuestas a la orientación material de la norma y, por ello, imprevisibles para sus destinatarios, sea por su soporte metodológico, al derivar de una argumentación ilógica o indiscutiblemente extravagante, o axiológico, al partir de una base valorativa ajena a los criterios que informan nuestro ordenamiento constitucional” (STC 6/2006, de 16 de enero).

Directiva 2003/6 (DAM) permite presumir la intención del autor de esta operación”⁽²⁵⁸⁾.

- Por otra parte “tal presunción no puede vulnerar los derechos fundamentales y, en especial, el principio de presunción de inocencia establecido, en particular, en el art. 6, apartado 2, del Convenio Europeo para la Protección de los Derechos Humanos y de las Libertades Fundamentales, firmado en Roma el 4 de noviembre de 1950”⁽²⁵⁹⁾.

Efectivamente, no pudiéndose obviar la existencia en materia de “utilización de información privilegiada” de “puentes” entre los aspectos sancionadores o punitivos y los conceptuales, ya aludidos, es pertinente traer a colación la consideración de que al “ejercicio de las potestades sancionadoras de la Administración le son de aplicación las garantías procedimentales previstas en el art. 24.2 CE, si bien no mediante su aplicación literal, sino en la medida necesaria para preservar los valores esenciales que se encuentran en la base de dicho precepto y la seguridad jurídica que garantiza el art. 9.3 CE”⁽²⁶⁰⁾.

⁽²⁵⁸⁾ STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raendonck.

⁽²⁵⁹⁾ STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raendonck.

⁽²⁶⁰⁾ SSTC 18/1981, de 8 de junio; 44/1983, de 24 de mayo; 28/1989, de 6 de febrero; 3/1999, de 25 de enero; 117/2002, de 20 de mayo; 205/2003, de 1 de diciembre; 35/2006, de 13 de febrero; 272/2006, de 25 de septiembre, 70/2008, de 23 de junio, y 82/2009, de 23 de marzo; Principio de presunción de inocencia que dudosamente es aplicable en otros ámbitos, frente a actos cuya naturaleza de “sanción privada” puede ser discutible, como por ejemplo el laboral, pues como indica la jurisprudencia constitucional (SSTC 153/2000, de 14 de junio, y 1896/2000, de 10 de julio), “debe partirse del alcance específico y en cierto modo restrictivo que el derecho de presunción de inocencia tiene en el ámbito laboral, pues su campo de aplicación natural es el proceso penal y, por extensión, el procedimiento administrativo sancionador. Y es que, si bien en un primer momento este Tribunal entendió aplicable tal derecho al ámbito del procedimiento laboral (así, SSTC 36/1985, de 8 de marzo, y 37/1985, de 8 de marzo), posteriormente rectificó tal criterio, señalando que el órgano judicial no emite ningún juicio sobre la culpabilidad o inocencia del trabajador que suponga el ejercicio del *ius puniendi* del Estado, sino sólo la valoración de la procedencia o improcedencia de la sanción impuesta por el empleador (SSTC 81/1988, de 28 de abril; 30/1992, de 18 de marzo; 27/1993, de 25 de enero; 53/1995, de 23 de febrero, y 125/1995, de 24 de julio)”. En definitiva “(...) el derecho fundamental a la presunción de inocencia no puede alegarse en el ámbito de las relaciones laborales cuando éstas son extinguidas unilateralmente por el empleador mediante el despido disciplinario. En efecto, cuando el empresario sanciona con el despido una conducta del trabajador constitutiva de incumplimiento grave y culpable de la relación contractual, no se halla en juego, en puridad, la inocencia o culpabilidad del trabajador despedido, ni, en consecuencia, la actividad probatoria producida en el proceso laboral emprendido frente al acto extintivo se encamina a destruir la presunción de inocencia garantizada por el artículo 24.2 CE, sino, más sencillamente, a justificar el hecho o hechos causantes del despido y su atribución al trabajador”; En términos de la STSJ de Extremadura, Sala de lo Social, de 20 de febrero de 2003: “Porque, de un lado, el despido no es más que una resolución contractual y, por tanto, no conlleva la aplicación del derecho (sancionador) y, de otro, la consideración por los Tribunales Laborales de que una conducta implica incumplimiento contractual no incluye un juicio sobre la culpabilidad o inocencia del trabajador”.

Debiéndose añadir que, no obstante y según reiterada doctrina jurisprudencial, “la traslación de la presunción de inocencia al ámbito administrativo sancionador perfila su alcance, y sólo cobra sentido cuando la Administración fundamenta su resolución en una presunción de culpabilidad del sancionado carente de elemento probatorio alguno”⁽²⁶¹⁾.

Valga el recordatorio de que aquellos derechos fundamentales “forman parte de los principios generales del Derecho cuyo respeto garantiza el Tribunal de Justicia”⁽²⁶²⁾, cuya jurisprudencia tiene también sólidamente establecido que “el respeto de los derechos humanos constituye un requisito de legalidad de los actos comunitarios y que no pueden admitirse en la Comunidad medidas incompatibles con el respeto de éstos”⁽²⁶³⁾.

Por todo ello, y a fin de considerar la pertinencia de la toma en consideración del principio de presunción de inocencia en el concepto de utilización de información privilegiada, han de tomarse en consideración las siguientes afirmaciones:

- “Es cierto que el artículo 14, apartado 1, de la Directiva 2003/6 (DAM) no impone a los Estados miembros que establezcan sanciones penales contra los autores de operaciones con información privilegiada”, sino que se limita a enunciar que estos Estados están obligados a velar por que “se tomen las medidas administrativas apropiadas, o que se impongan sanciones administrativas contra las personas responsables cuando no se hayan cumplido las

⁽²⁶¹⁾ STS, Sala de lo Contencioso-Administrativo, de 23 de abril de 2001.

⁽²⁶²⁾ SSTJUE de 26 de junio de 2007, asunto C-305/05, *Ordre des barreaux francophones et germanophone* y otros; de 3 de septiembre de 2008, asuntos acumulados C-402/05 P y C-415/05 P, *Kadi y Al Barakaat International Foundation/Consejo y Comisión* de 23 de noviembre de 2010, asunto C-145/09, *Tsakovridis*. Según esta jurisprudencia “los derechos fundamentales forman parte de los principios generales del Derecho cuyo respeto garantiza el Tribunal de Justicia. A este respecto, el Tribunal de Justicia se inspira en las tradiciones constitucionales comunes a los Estados miembros, así como en las indicaciones proporcionadas por los instrumentos internacionales relativos a la protección de los derechos humanos en los que los Estados miembros han cooperado o a los que se han adherido. El del Convenio Europeo para la Protección de los Derechos Humanos y de las Libertades Fundamentales reviste en este contexto un significado particular”; Reiterando jurisprudencia contenida en las SSTJUE de 13 de diciembre de 1979, asunto 44/79, *Hauer*, de 6 de marzo de 2001, asunto C-274/99 *Connolly/Comisión*, de 22 de octubre de 2002, asunto C-94/00, *Roquette Frères*, y de 10 de julio de 2003, asuntos acumulados C-20/00 y C-64/00, *Booker Aquaculture Ltd*, que actúa bajo la denominación “*Marine Harvest McConnell*”, *Hydro Seafood GSP Ltd* y *The Scottish Ministers*.

⁽²⁶³⁾ SSTJUE de 12 de junio de 2003, asunto C-112/00, *Schmidberger*, y de 3 de septiembre de 2008, asuntos acumulados C-402/05 P y C-415/05 P, *Kadi y Al Barakaat International Foundation/Consejo y Comisión*. Según esta jurisprudencia “el respeto de los derechos humanos constituye un requisito de legalidad de los actos comunitarios y que no pueden admitirse en la Comunidad medidas incompatibles con el respeto de los derechos humanos”.

disposiciones adoptadas con arreglo a (esta) Directiva”, estando además los Estados miembros obligados a garantizar que esas medidas tengan un carácter “efectivo, proporcionado y disuasorio”⁽²⁶⁴⁾.

- No es menos cierto que “habida cuenta de la naturaleza de las infracciones de que se trata y del grado de severidad de las sanciones que pueden acarrear, tales sanciones, a efectos de la aplicación del Convenio Europeo para la Protección de los Derechos Humanos y de las Libertades Fundamentales, pueden ser calificadas de sanciones penales”⁽²⁶⁵⁾.

Según la jurisprudencia del Tribunal Europeo de Derechos Humanos, que debe seguirse en esta materia⁽²⁶⁶⁾, todo sistema jurídico conoce presunciones de hecho o de Derecho y el Convenio Europeo para la Protección de los Derechos Humanos y de las Libertades Fundamentales no se opone en principio a ellas pero obliga a los Estados contratantes a no rebasar un determinado umbral a este respecto.

Así, el principio de la presunción de inocencia, establecido en el artículo 6, apartado 2, del Convenio Europeo para la Protección de los Derechos Humanos y de las Libertades Fundamentales no desatiende presunciones de hecho o de Derecho que se

⁽²⁶⁴⁾ STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

⁽²⁶⁵⁾ Por aplicación analógica, SSTJUE de 8 de julio de 1999, asunto C-199/92 P Hüls/Comisión; SSTEDH de 8 de junio de 1976, Engel y otros c. Países Bajos; de 21 de febrero de 1984, Öztürk c. Alemania; y de 25 de agosto de 1987, Lutz c. Alemania, a las que se remite la STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

⁽²⁶⁶⁾ Sin que sea óbice la siguiente afirmación del Abogado General Sr. Póiaros Maduro, en la conclusión 37 de las presentadas el 16 de enero de 2008, en el asunto C-402/05 P, Yassin Abdullah Kadi contra Consejo de la Unión Europea y Comisión de las Comunidades Europeas: “Ciertamente es correcto afirmar que, a la hora de garantizar la observancia de los derechos fundamentales en la Comunidad, el Tribunal de Justicia se inspira en la jurisprudencia del Tribunal Europeo de Derechos Humanos. No obstante, subsisten importantes diferencias entre ambos Tribunales. La misión del Tribunal Europeo de Derechos Humanos es garantizar el cumplimiento de las obligaciones contraídas por los Estados Contratantes en virtud del Convenio. Aunque la finalidad del Convenio es la protección y el desarrollo de los derechos humanos y de las libertades fundamentales, está concebido para surtir primordialmente efectos como un acuerdo interestatal que crea obligaciones entre las Partes Contratantes en el ámbito internacional. Confirma lo anterior el mecanismo del Convenio para garantizar su ejecución intergubernamental. En cambio, el Tratado CE ha instaurado un ordenamiento jurídico autónomo, que genera directamente derechos y obligaciones tanto para los Estados como para los individuos. La misión del Tribunal de Justicia es actuar como tribunal constitucional del ordenamiento jurídico específico que constituye la Comunidad. Por consiguiente, el Tribunal Europeo de Derechos Humanos y el Tribunal de Justicia son únicos en cuanto a su competencia *ratione personae* y en cuanto a la relación de su respectivo sistema jurídico con el Derecho internacional público”.

encuentran en las leyes represivas⁽²⁶⁷⁾, ordenando, sin embargo, a los Estados constreñirlas dentro de unos límites razonables tales, que tengan en cuenta la gravedad de la cuestión y que protejan el derecho de defensa⁽²⁶⁸⁾.

Se afirma que aquel principio de “presunción de inocencia” no se opone a la “presunción” establecida en el artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6, en virtud de la cual la intención del autor de una operación con información privilegiada se deduce implícitamente de los elementos materiales constitutivos de esta infracción, dado que esta presunción admite prueba en contrario y queda garantizado el derecho de defensa”⁽²⁶⁹⁾. Semejante afirmación aparentemente podría llevar a la siguiente paradoja, que el “principio de presunción de inocencia” no se opone a un “principio de presunción de culpabilidad”, lo cual ha de rechazarse por una mera reconducción al absurdo.

Esto es, la mitigación en su intensidad que la proyección de aquel principio de presunción de inocencia a un ámbito conceptual que no le es propio, no impide que haya de considerarse con eficacia conformativa de los elementos constitutivos del concepto de utilización de información privilegiada, poniendo además en evidencia la existencia del elemento subjetivo, intencional y cognitivo en aquel concepto, y limitando poderosamente la eficacia de cualquier implícita presunción.

⁽²⁶⁷⁾ Indica M. SERRA DOMÍNGUEZ, *Normas de Presunción*, Ediciones Nauta, Barcelona, 1963, p. 5, que “presunción equivale a acción y efecto de presumir, y dicho verbo puede tener, según los gramáticos, diversas acepciones, que se reducen fundamentalmente a dos. La voz presumir puede ser entendida como sinónima de sospechar o conjeturar alguna cosa, (...). La segunda acepción (...) carece de toda significación jurídica”, llegando, en p. 17, al siguiente concepto procesal conveniente y trasladable, *pari passu* y cambiando lo que deba ser cambiado, y útil al propósito del presente trabajo: “Presunción es aquella actividad intelectual probatoria del juzgador, realizada en fase de fijación, por la cual afirma un hecho distinto del afirmado por las partes instrumentales, a causa del nexo causal o lógico existente entre ambas afirmaciones”. Distinguiendo entre presunciones legales y judiciales, en pp. 38-40 y 65-74, con una posición crítica acerca de las presunciones legales absolutas, así dice en p. 71 que “entre la presunción *ius et de iure* y la ficción no existe, en cuanto efectos de una y otra, diferencia alguna. Ambas son normas preceptivas”.

⁽²⁶⁸⁾ SSTDH de 7 de octubre de 1988, Salabiaku c. Francia, y de 25 de septiembre de 1992, Pham Hoang c. Francia, invocadas por la STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck contra Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA).

⁽²⁶⁹⁾ STJUE de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08, Spector Photo Group y Van Raemdonck.

LAS AGENCIAS DE RATING COMO TERCEROS DE CONFIANZA: RESPONSABILIDAD CIVIL EXTRACONTRACTUAL Y PROTECCIÓN DE LA SEGURIDAD DEL TRÁFICO*

MANUEL ALBA FERNÁNDEZ**

*Profesor Titular Interino de Derecho Mercantil
Universidad Carlos III de Madrid*

TERESA RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL***

*Profesora Titular Interina de Derecho Mercantil
Universidad Carlos III de Madrid*

RESUMEN

Los recientes acontecimientos que han marcado la actualidad de los mercados financieros internacionales han dotado de inesperado protagonismo a un conjunto de figuras de variado perfil que comparten una función esencial: la generación de confianza en los mercados mediante la transmisión de información especializada, creíble y precisa sobre los operadores económicos (emisores) y ciertas emisiones. El papel de las entidades o agencias de rating, cuyo perfil funcional ha evolucionado desde su clásica condición de terceros de confianza hasta su posición actual como auténticos gatekeepers, ha despertado además especial atención por su dudosa intervención en el desarrollo de la crisis financiera. En este contexto, el debate sobre la idoneidad de recurrir a mecanismos de control de mercado, o a técnicas de regulación, parecía haberse decantado, primero, por una clara apuesta por la autorregulación. La sofis-

ABSTRACT

The recent course followed by international financial markets has endowed with an unexpected prominent role a certain group of entities in a variety of forms and profiles that share a core function: providing trust to markets by supplying specialized, reliable, and precise information about issuers and the assets issued. The role performed by rating agencies, evolving from its traditional role of trusted third parties to its current position of real gatekeepers, has aroused concerns and attracted especial attention due to their controversial participation in the development of the financial crisis. Within that context, the debate over the advisability of adopting market-based control mechanisms or regulatory devices seems to favor categorically a self-regulation approach, at least in a first stage. Later on, as long as the functional profile of rating agencies is becoming more sophisticated by providing, not only

* El presente trabajo ha sido galardonado con un accésit en la 7.^a edición del *Premio Estudios Financieros 2010*, convocado por el Centro de Estudios Financieros (modalidad Derecho civil y mercantil).

** manuel.alba.fernandez@uc3m.es.

*** teresa.rodriguezdelasheras@uc3m.es.

ticación funcional de las agencias como suministradoras ya no sólo de variables decisorias sino de verdaderos “inputs regulatorios” ha reenfocado la regulación hacia modelos de acreditación o registro y supervisión directa. Se abre así un interesante espacio para el análisis, primero, sobre la función de los terceros de confianza en los mercados internacionales, y, segundo, sobre el papel de las reglas generales sobre responsabilidad civil patrimonial que, en medida alguna, sirvan para proteger los intereses de quienes confían en los ratings como variables determinantes en su proceso de toma de decisiones de inversión.

Palabras clave: Agencias de calificación crediticia, rating, responsabilidad civil, terceros de confianza, intermediarios reputacionales, gatekeepers.

decisional variables, but also “regulatory inputs”, the regulatory approach has veered towards registry-based and direct supervision models. All this process, however, has to a certain extent disregarded one of the most interesting spaces for the analysis of the activity of rating agencies, which refers, firstly, to the functions of trusted third parties in international markets, and second, to the role that the law on tort liability must have in order to protect persons and entities that rely on ratings when making investment decisions.

Keywords: Rating agencies, tort law, liability rules, trusted third parties, reputational intermediaries, gatekeepers.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN: LA CRECIENTE IMPORTANCIA DE LA INFORMACIÓN EN LOS MERCADOS ACTUALES.
 - II. INFORMACIÓN, CONFIANZA Y PROTECCIÓN DE LA SEGURIDAD DEL TRÁFICO.
 - III. DIFERENTES DIMENSIONES DE LA CONFIANZA EN LA CONTRATACIÓN Y EL PAPEL DE LOS TERCEROS DE CONFIANZA.
 - IV. PERFIL Y ANÁLISIS FUNCIONAL DE LAS AGENCIAS DE *RATING* COMO GENERADORAS DE CONFIANZA.
 1. **Análisis funcional de las agencias de *rating* y evolución de su perfil en los mercados financieros.**
 2. **Etapas regulatorias de la calificación crediticia.**
 - A) *Etapas regulatorias de la calificación crediticia.*
 - B) *Etapas regulatorias de la calificación crediticia basada en el capital reputacional acumulado.*
 - C) *Etapas regulatorias de la calificación crediticia en función de requisitos técnicos.*
 - V. LA RESPONSABILIDAD EXTRA CONTRACTUAL DE LOS TERCEROS DE CONFIANZA Y PROTECCIÓN DE LA SEGURIDAD DEL TRÁFICO.
 1. **La responsabilidad de las agencias de calificación crediticia en la jurisprudencia.**
 2. **Análisis de la calificación crediticia bajo las normas sobre responsabilidad extracontractual por negligencia.**
 - VI. CONCLUSIÓN.
-

I. INTRODUCCIÓN: LA CRECIENTE IMPORTANCIA DE LA INFORMACIÓN EN LOS MERCADOS ACTUALES

La información precisa y confiable siempre ha gozado de un gran valor en las relaciones comerciales y ha sido significativamente apreciada por los operadores económicos, especialmente si es información que no se ha hecho pública. La razón de ello es probablemente que la información no pública puede conferir una ventaja competitiva o ser el fundamento de una posición privilegiada en el mercado. En este sentido, la información ha sido y continúa siendo objeto de importantes esfuerzos (y gastos) de operadores y empresarios en sus actividades ordinarias.

La información, fiable o no, ha ido adquiriendo gradualmente a lo largo del tiempo un mucho más significativo papel en las economías modernas, especialmente durante la segunda mitad del siglo xx y claramente con el desarrollo de nuevos medios de comunicación, negocios y mercados. Los entornos negociales muestran hoy un grado de complejidad apreciablemente superior con respecto a contextos equivalentes de hace unas décadas (o un siglo). Tal complejidad deriva de varios factores, como los cambios en la dimensión y el alcance de los mercados, en la naturaleza de los participantes y en las condiciones de los servicios, bienes y activos objeto de intercambio. En muchas ocasiones, los mercados modernos se caracterizan por implicar (si no se regulan) fuertes asimetrías (desde luego, de información, pero también de otro tipo), por involucrar a participantes de muy variadas características (normalmente en la demanda) y por referirse a bienes y activos con un elevado grado de complejidad y marcadas connotaciones especulativas.

En este contexto y en escenarios muy diversos, la información se ha convertido en algo más que un simple *input* que confiere una hipotética ventaja o privilegio. Es, de hecho, una condición para que algunos mercados operen de manera eficiente, sobrevivan en condiciones de estabilidad e incluso existan. Por tanto, la información, aun cuando frecuentemente mantenga su habitual carácter accesorio con respecto a otros bienes tangibles o intangibles, se ha convertido en el objeto mismo de importantes esfuerzos regulatorios y en el activo principal de negocios y mercados. Esfuerzos y negocios que mueven enormes cantidades de recursos y de riqueza. Tras estos mercados de información permanece aún el papel que la información digna de confianza ha desempeñado siempre en las relaciones comerciales, el cual, sin embargo, ha incrementado su importancia hasta el punto de ser determinante para la viabilidad de las transacciones económicas: servir para la generación y el reforzamiento de la confianza, cuyo efecto es, a su vez, el de facilitar el comercio⁽¹⁾.

Este trabajo se centra en el estudio de una de las variadas manifestaciones del papel de la información como un activo valioso y susceptible de transacción, o mejor en una de las varias empresas o negocios que, sobre esta base, pueden ser identificadas como proveedores de información: en particular, las agencias de calificación crediticia. Nuestro propósito último será desentrañar cómo la información suministrada por

(1) FRANKEL, Tamar, "Trusting and Non-Trusting on the Internet", 81 *B. U. L. Rev.* 457 (2001), pp. 457-458, en referencia a las relaciones comerciales entabladas a través de Internet.

tales entidades puede estimular el comercio mejorando la calidad de las decisiones con la intención de responder a dos cuestiones: cómo las reglas sobre responsabilidad civil extracontractual podrían aplicarse a la actividad de tales entidades y por qué deberían aplicarse.

El éxito de las referidas como industrias de la información sugiere que los negocios basados en información generan valor y proporcionan estructuras relacionales más eficientes. Por otro lado, no obstante, una fuerte dependencia de la información proporcionada por terceros tiene también sus riesgos. La reciente crisis financiera nos proporciona algunos ejemplos muy ilustrativos: aquellos que confiaron en la calificación emitida por las principales agencias de *rating* con respecto a los valores de Enron y los adquirieron, en consecuencia (tras una rebaja en la calificación que, sin embargo, mantenía “grado inversión”), se despertaron la mañana del 1 de diciembre de 2001 y descubrieron que su inversión no valía nada⁽²⁾; asimismo, los bancos que decidieron invertir importantes cantidades de dinero en las entonces tan populares CDO o MBS (*Collateralized Debt/Loan Obligations - Mortgage Backed Securities*), sin siquiera conocer en qué consistían, y tan solo confiando en los *ratings* favorables atribuidos por entidades como Standard & Poor’s o Moody’s, despertaron una mañana y descubrieron igualmente que no valían ni mucho menos lo que habían pagado por ellos y que no disponían de recursos suficientes para devolver la inversión a sus clientes.

II. INFORMACIÓN, CONFIANZA Y PROTECCIÓN DE LA SEGURIDAD DEL TRÁFICO

Todas las decisiones de contenido económico están determinadas, en gran medida, por la evaluación del riesgo⁽³⁾. Cualquier transacción, sea de la naturaleza que sea, implica un cierto nivel de riesgo, si entendemos riesgo como la probabilidad de que las cosas tomen un curso diferente al esperado, y posiblemente que resulten en unos beneficios menores a los estimados —con el coste de oportunidad que de ahí derive— o incluso en pérdidas. La valoración del riesgo está principalmente basada en la información que puede adquirirse sobre los diferentes elementos de la transacción y su interpretación. Tales elementos son variados y de diferente naturaleza, pero a los efectos de nuestra argumentación podrían sintetizarse en los relativos a los bienes o activos objeto del negocio y a quien elegimos como contraparte. De hecho, que nuestras expectativas finalmente demuestren ser realistas y acertadas depende de que tanto los activos como la contraparte tengan efectivamente las cualidades que percibimos en ellos y que se comporten en consecuencia. Cuanto más confiamos en que las cosas y las personas implicadas en la transacción son como esperamos, más impulsados nos

(2) “ENRON’s Many Strands: Warning Signs - Credit Agencies Waited Months To Voice Doubt About Enron”, *The New York Times*, 8 de febrero de 2002.

(3) BENJAMIN, Joanna, *Financial Law*, Londres: Oxford University Press, 2007, 13, en relación con la toma de decisiones en los mercados financieros en los que la “materia prima” objeto de negociación es, de hecho, el riesgo de crédito.

sentimos a celebrar la transacción prevista, y a exponernos a las consecuencias que de ello deriven⁽⁴⁾. Esta argumentación lleva implícita la idea de que la confianza es uno de los vectores de la evaluación del riesgo y en tal sentido la confianza actúa como un elemento que contribuye a estimular el comercio. En la medida en que la confianza, entendida como la creencia razonable de que las cosas y las personas son lo que parecen, está a su vez intensamente determinada por la información que podemos obtener por cualquier medio, la información se convierte en uno de los ingredientes catalizadores del tráfico comercial.

La anterior radiografía de la toma de decisiones en un contexto comercial es intencionadamente simple y parcial, pero pretende destacar, de un lado, el hecho de que la confianza puede estimular las transacciones y, en general, las relaciones de cooperación, y, de otro, cómo la información determina un determinado nivel de confianza. Sobre estas bases, por ejemplo, la falta de información normalmente determinará una falta de confianza (aunque no necesariamente desconfianza) y, desde un punto de vista racional, un incentivo a no contratar o, al menos, una tendencia a la selección adversa (por aversión al riesgo) —el prejuicio, y una oportunidad perdida, producirán siempre un daño menor que una confianza excesiva y erróneamente ubicada que conducirá seguramente a una decisión que ocasione pérdidas—⁽⁵⁾. De igual modo, la calidad de la información relevante determina la eficiencia y la estabilidad de las relaciones comerciales. Disponer de información completa, exacta y veraz significará normalmente ubicar correctamente la confianza o desconfianza, y por tanto determinará un proceso de toma de decisiones eficiente (se seleccionarán o descartarán cosas y personas de acuerdo con sus cualidades reales —seremos nosotros igualmente seleccionados o descartados—, alcanzándose así el nivel deseado de eficiencia y justicia en las relaciones). En el medio y largo plazo, la confianza bien ubicada disminuye además los costes de transacción y de verificación⁽⁶⁾. De igual modo, la información falsa, inexacta, sesgada o parcial conducirá normalmente a una confianza o desconfianza excesiva y erróneamente ubicada, y, por tanto, a una ineficiente toma de decisiones (pérdida de oportunidades o frustración de expectativas, conflictos y pérdidas).

Obviamente, otros elementos aparte de las personas y los bienes o activos objeto de la transacción son tomados en cuenta cuando se lleva a cabo la valoración del riesgo en un contexto comercial: las características del mercado en el que se negocia y su arquitectura, el marco legal y el grado de seguridad y la fiabilidad de los remedios que proporciona para proteger nuestros derechos, etc. En cierta medida, sin embargo, las arquitecturas y las reglas están precisamente diseñadas para maximizar el flujo de información relevante y precisa, y, por tanto, favorecer la confianza bien ubicada (en forma de medidas preventivas o *ex ante*), o al menos para proteger a la parte que confía

(4) HILL, Claire A.; O'HARA, Erin Ann, "A Cognitive Theory of Trust", 84 *Wash. U. L. Rev.* 1717 (2006), p. 1724.

(5) HARDIN, Russell, "Distrust", 81 *B. U. L. Rev.* 495 (2001), 496; HILL, Claire A.; O'HARA, Erin Ann, "A Cognitive Theory...", *op. cit.*, p. 1737.

(6) FRANKEL, Tamar, "Trusting and Non-Trusting...", *op. cit.*, p. 460.

o hacerla menos vulnerable a las consecuencias negativas que implique una confianza excesiva, cuando tal confianza se puede considerar razonable (remedios *ex post*).

Todo ello puede percibirse claramente en el entorno en el que las entidades que analizamos desarrollan su actividad. Los mercados financieros comparten muchas de las características a las que nos hemos referido para describir los mercados actuales: la diversidad de participantes en cuanto a su naturaleza y grado de sofisticación, desde inversores profesionales e institucionales hasta pequeños inversores particulares sin especial experiencia ni formación financiera; la complejidad y opacidad de los activos objeto de negociación; y, en parte como consecuencia de lo anterior, las fuertes asimetrías de información y de poder de negociación. La arquitectura y la regulación de tales mercados están destinadas, entre otros fines, a mitigar las distorsiones que sufre el flujo de información relevante y a mejorar la confianza en la integridad y la eficiencia del mercado: sólo ciertos sujetos, a través de determinados intermediarios, pueden participar en el mercado; sólo ciertos activos que cumplen una serie de condiciones específicas determinadas por las normas pueden ser objeto de negociación; sólo tras el cumplimiento de ciertos requisitos de información pueden las compañías y sus valores tener acceso al mercado (*ex ante*); el incumplimiento de tales requisitos o de otras normas de conducta es severamente sancionado (*ex post*), el titular de valores o activos adquiridos de buena fe de un *non domino*, pero respetando la forma marcada por la ley se ve protegido de las reclamaciones de terceros (quizá previamente titulares legítimos “no formales”; *ex post*), etc.⁽⁷⁾.

III. DIFERENTES DIMENSIONES DE LA CONFIANZA EN LA CONTRATACIÓN Y EL PAPEL DE LOS TERCEROS DE CONFIANZA

La información que una persona recibe antes de celebrar una transacción procede de diferentes fuentes y tiene un alcance y significación variados. Buena parte de tal información, por ejemplo, se refiere a las condiciones del mercado, incluyendo aspectos como el perfil y la naturaleza de los participantes, el lugar, las reglas aplicables, los procedimientos para las transacciones, los bienes o los activos objeto de intercambio, etc. Este tipo de información puede ser más fácilmente accesible en unos mercados que en otros. En particular, los mercados regulados lo son precisamente por las asime-

(7) Por razones de política regulatoria, el sector financiero se caracteriza, entre otras cosas, por estar fragmentado en diferentes sub-sectores segregados, entre los cuales se hallan los mercados de valores como uno de los focos de atención regulatoria a nivel nacional e internacional. El propósito de políticas y proyectos regulatorios que en la actualidad se refieren a los mercados financieros es, en general, no tanto reducir el riesgo de los mercados como promover las decisiones informadas a través de la promoción de la transparencia y la fiabilidad de la información, así como establecer deberes y estándares de carácter fiduciario para aquellos que intermedian en los referidos mercados y, finalmente, siguiendo el ideal consumerista de los mercados financieros que considera al cliente de estos servicios como la parte débil, imponer restricciones altamente elaboradas a los productos que pueden ser ofrecidos y al material promocional o publicitario que puede ser empleado (BENJAMIN, Joanna, *Financial Law*, *op. cit.*, pp. 9, 16-17).

trías, los fallos y las ineficiencias que sufren, y la regulación pretende asegurar a todo aquel que desee participar en el mercado que todos estos elementos satisfacen unas ciertas cualidades. La arquitectura del mercado que resulta refuerza nuestra confianza en el sistema, en sus caracteres y en parte de las cualidades de los elementos objetivos y subjetivos implicados. Esta “confianza sistémica” se logra precisamente a través de las condiciones legales para el acceso y la permanencia en el mercado, para el ofrecimiento de bienes y servicios y de los instrumentos que se negocian, así como por la necesidad (o al menos la posibilidad) de participar en el constante flujo de información que tales reglas también exigen. La confianza sistémica, en estos tipos de mercados, puede ser para la mayoría de nosotros una condición *sine qua non* para contratar en un determinado mercado o para negociar con ciertos tipos de activos (independientemente, en una fase inicial, de cuáles sean estos activos y con quién se vaya a negociar). La confianza sistémica está basada no sólo en la información pública disponible, sino también en el esfuerzo de supervisión realizado por las autoridades para ello competentes (normalmente públicas, rara vez privadas): *gatekeepers*, cuya autoridad y cuyas competencias vienen conferidas por las reglas aplicables, que verifican el cumplimiento de los requisitos normativos y la exactitud, veracidad y fiabilidad de la información que se suministra. Una vez que se ha alcanzado una cierta confianza sistémica, o cuando la misma supera un concreto nivel, se ven reducidos los costes de verificación y otros costes de transacción con respecto a los extremos a los que se refiere, es decir, con respecto a ciertos estándares “genéricos” o parámetros, tal y como hayan quedado establecidos por la regulación.

En relación con una transacción determinada, sin embargo, la evaluación del riesgo y la necesaria confianza adquieren connotaciones diferentes. En particular, cuando confrontamos la decisión de comprometernos en algún sentido de forma concreta, ello requiere la confianza en que los elementos específicamente implicados en la transacción son y se comportarán como esperamos. Este tipo de confianza y su nivel adecuado dependen de la información disponible sobre los particulares elementos de la transacción a los que no se refieren y que no dependen de las circunstancias del mercado y del contexto general. De hecho, mientras que la confianza sistémica puede ser condición necesaria para la decisión de contratar, esta clase de “confianza específica” normalmente será condición suficiente para tal decisión siempre que el resto de las variables de la estimación del riesgo así lo determinen también⁽⁸⁾. En caso de que la

(8) El juego o la relación existente entre las que llamamos “confianza sistémica” y “confianza específica” requiere de una más profunda verificación empírica. Sin embargo, tal como sugerimos, nuestra asunción será la de que dicha relación es de proporcionalidad inversa: dentro de ciertos límites, cuanto mayor sea una, menor será la necesidad de la otra. Una diferente, aunque parcialmente coincidente en los términos, taxonomía de los diferentes tipos de confianza que pueden motivar decisiones dirigidas al establecimiento de vínculos de cooperación puede verse en HILL, Claire A.; O’HARA, Erin Ann, “A Cognitive Theory...”, *op. cit.*, pp. 1740 y ss. Las autoras distinguen dos tipos de confianza interpersonal, “confianza específica” y “confianza residual” o “general”, de las cuales ambas se refieren a la

confianza sistémica sea baja o inexistente y, sin embargo, existan suficientes incentivos para valorar la posibilidad de contratar, la necesidad y relevancia de la información sobre todos los elementos involucrados en la transacción se incrementa, y en consecuencia el ámbito y la importancia decisoria de la confianza específica crece⁽⁹⁾.

Cualquiera que sea el nivel de confianza sistémica, la información necesaria para alcanzar un nivel satisfactorio de confianza específica normalmente deberá ser recopilada por diferentes medios. Parte de dicha información procederá de nuestra futura contraparte, pero tal información necesita ser verificada a menos que ya confiemos en ella por cualquier razón (por ejemplo, transacciones pasadas)⁽¹⁰⁾. Otra parte de la información que una persona recibe previamente a una transacción (en muchos casos, la mayor parte) procede de otras fuentes, y en particular de uno o más terceros ajenos a la transacción. Algunos de dichos terceros son entidades o personas, las públicas incluidas, que ponen a disposición del público la información, pero no por razón de la transacción contemplada sino probablemente por razón de otro tipo de finalidades y en el marco de sus funciones. En otros casos, dichos terceros son entidades privadas que suministran información de forma especializada, con ocasión de o en relación con

confianza que nos inspiran las personas (y no a la que inspiran el resto de los elementos implicados en una concreta transacción, tales como los bienes objeto de la misma). Bajo este enfoque, la “confianza específica” es la relativa a la creencia de que una persona se comportará de acuerdo con nuestras predicciones en una situación concreta, en función de la valoración realizada y la información reunida y procesada específicamente para tal situación. Por su parte, la “confianza residual” o “general” es la relativa al grado de confianza en que una persona se comportará de acuerdo con nuestras predicciones sobre la base de un juicio más general y emocional (y menos específico y consciente) sobre la fiabilidad de dicha persona (juicio, por tanto, posiblemente basado en elementos de naturaleza variada tales como experiencias previas, ciertos prejuicios sociales, raciales, o de género, etc.). El juego entre estos dos tipos de confianza presenta algunos puntos de similitud y algunos de divergencia si se compara con el apreciado entre las que en nuestro análisis hemos denominado “confianza sistémica” y “específica”. En particular, un cierto nivel de confianza o desconfianza residual convierte a las personas en propensas a descuidar o simplemente suprimir los procesos decisorios basados en la “confianza específica”, lo cual, por tanto, normalmente supondrá un exceso, bien de confianza, bien de desconfianza. Por la misma razón, un adecuado nivel de “confianza específica” podrá suplir la ausencia de “confianza general” o “residual”, o incluso neutralizar un determinado grado de “desconfianza general” o “residual”, incentivando con ello los esfuerzos colaborativos. Es importante tener presente que la “confianza residual” en el análisis desarrollado por HILL y O’HARA debe considerarse integrada en la “confianza específica” en el marco de la taxonomía por nosotros empleada y que contrapone dicha confianza a la “sistémica”, pues en este enfoque el impacto de la “confianza residual” está limitado a la transacción en cada caso específicamente contemplada.

⁽⁹⁾ Y ello en tanto, por norma general, en las situaciones donde no haya confianza entre los implicados, la necesidad de así y todo establecer relaciones económicas les forzará a superar la ausencia de confianza mediante el aumento y la mejora de la información disponible sobre personas y cosas (HARDIN, Russell, “Distrust”, *op. cit.*, p. 518).

⁽¹⁰⁾ Es decir, como resultado de la confianza residual experimentada, empleando los términos de HILL y O’HARA, *ult. ob. loc. cit.*

transacciones o decisiones de la naturaleza prevista, en el marco del desarrollo de un negocio, a petición del cliente y a cambio de una retribución. Cuando esto ocurre, la información proporcionada es lo suficientemente valiosa como para constituir como tal el objeto de un negocio o industria, en la medida en que es percibida como precisa y fiable. Las entidades o personas cuya información induce el suficiente nivel de confianza específica son entonces identificadas como terceros de confianza. El recurso a los terceros de confianza es especialmente intenso cuando el coste de recopilar, procesar y verificar la información necesaria es excesivo o simplemente inasumible⁽¹¹⁾. En otras palabras, por tanto, los terceros de confianza lo son porque actúan como intermediarios reputacionales o de confianza, sobre la base del valor añadido implícito en la información que suministran con la consiguiente reducción en el coste de recopilación y verificación, por razón de su credibilidad.

Un ejemplo de terceros de confianza que suministran información que en muchas ocasiones genera confianza específica en decisiones económicas son las agencias de *rating*. En particular, estas entidades recogen y procesan información sobre el emisor de valores así como sobre los propios valores, que de forma subsiguiente es estandarizada y condensada en un símbolo cuyo propósito es el de sintetizar una valoración o juicio basado en la información manejada y en las condiciones del mercado. Por ello, la información que suministran podría ser descrita como una “valoración cualitativa” (con respecto al activo y a su emisor)⁽¹²⁾. Los *ratings* son tomados en cuenta por los inversores cuando adoptan la decisión de adquirir el activo calificado o no (de acuerdo con la confianza específica experimentada), en función del contexto presente (que incluye una cierta arquitectura de mercado con su consiguiente capacidad de producir confianza sistémica).

IV. PERFIL Y ANÁLISIS FUNCIONAL DE LAS AGENCIAS DE *RATING* COMO GENERADORAS DE CONFIANZA

De todo lo argumentado, es fácil concluir que las agencias de calificación crediticia representan un ejemplo complejo y particularmente interesante de intermediarios reputacionales cuya actividad consiste básicamente en suministrar información al mercado capaz de generar confianza, atenuando, de este modo, las significativas asimetrías de información⁽¹³⁾. Desde su origen en Estados Unidos a mediados del siglo

(11) FRANKEL, Tamar, “Trusting and Non-Trusting...”, *op. cit.*, pp 465-466.

(12) COFFEE, John C. Jr., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance*, Nueva York: Oxford University Press, 2006, 283, 287-288; HILL, Claire A., “Regulating the Rating Agencies”, 82 *Wash. U. L. Q.* 43 (2004), en pp. 48-49. TAPIA HERMIDA, Alberto J., “La regulación internacional de la calificación de riesgos y de las agencias de calificación en los mercados de capitales”, *RDBB*, núm. 100, 2005, pp. 9-70, en pp. 12-13, quien habla de “intermediación informativa”.

(13) COFFEE, John C. Jr., *Gatekeepers*, *op. cit.*, p. 283. TAPIA HERMIDA, Alberto J., *Las agencias de calificación crediticia (agencias de “rating”)*, Cizur Menor: Aranzadi, 2010, pp. 34-35.

XIX con la función principal de recoger y gestionar información sobre capacidad crediticia, reputación y solvencia de entidades e individuos⁽¹⁴⁾, hasta adquirir su mucho más complejo perfil actual como auténticos *gatekeepers*⁽¹⁵⁾, han atraído la atención, en parte alentada por su creciente reputación y la constatación de su papel crucial en los

(14) Si bien hasta 1909 John Moody no crea una verdadera agencia especializada en la calificación crediticia, aún hoy una de las agencias de referencia mundial en el sector, esta innovadora actividad deriva, en cierta forma, de la fusión de los servicios prestados previamente por otras entidades: las agencias de información (no de calificación) crediticia, la prensa económico-financiera especializada, de la que, de hecho, nace en 1916 por reconversión y ampliación natural de actividades otra de las agencias de rating principales hoy en día (Standard & Poor's) y los bancos de inversión. La referencia de mediados del siglo XIX como origen de las agencias de *rating* se refiere precisamente a la constitución de una *Credit-Reporting Agency*. En 1841, un comerciante de seda de Nueva York, Lewis Tappan, que había recopilado abundante y precisa información sobre la solvencia de sus clientes, decidió convertir su negocio en el suministro de información comercial fundando la *Mercantile Agency*, posteriormente convertida en 1859 en R.G. Dun and Company. SYLLA, R., "A Historical Primer on the Business of Credit Ratings", disponible en http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Historical_Primer.pdf (última consulta 03/01/2010). NOTE, "Liability for Misstatements by Credit-Rating Agencies", 43 *Va L. Rev.* 561 (1957).

(15) Magistral teorización del fenómeno de la denominada "*gatekeeper liability*", es decir, la imposición de responsabilidad a un tercero situado en una posición en la que es capaz de impedir la conducta dañosa negando su cooperación al infractor, en KRAAKMAN, Reinier H., "Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy", 2 *J.L.Econ.&Org.*, núm. 1, primavera de 1986, pp. 53-104. Para que la estrategia de "*gatekeeping*" sea eficaz como inhibidora/desincentivadora de los incumplimientos, han de concurrir cuatro requisitos: 1. Incumplimientos serios que las sanciones directas no pueden desincentivar. 2. Incentivos privados inexistentes o inadecuados. 3. Terceros (*gatekeepers*) que pueden prevenir de forma razonable el incumplimiento, independientemente de las alternativas que el mercado ofrezca a los incumplidores. 4. Marco legal que induzca a los terceros a detectar el incumplimiento a un coste razonable. Un análisis que pretende completar el estudio de los intermediarios reputacionales existente, que el autor estima incompleto, en CHOI, Stephen, "Market Lessons for Gatekeepers", 92 *Nw.U.L.Rev.* 916 (1998). No obstante, esta técnica de prevención está amenazada por tres problemas que pueden designarse como: la existencia de mercados ilegales, la posibilidad de corrupción del tercero y la disponibilidad de alternativas en el mercado (terceros más propensos a no detectar el incumplimiento). En el contexto del mercado como mecanismo de salvaguardia ("judicial") externo, en la medida que quien evalúa el grado de cumplimiento y quien ejecuta la eventual sanción son terceros distintos de las partes, se enmarca la función de los evaluadores o certificadores (auditores, entidades de clasificación, entidades de *rating*, certificadores de calidad) dirigida a informar sobre la situación y grado de cumplimiento pasado, actual o futuro (previsible) de las obligaciones contractuales. Al respecto, ARRUÑADA, Benito, "Un análisis crítico del entorno institucional de la empresa", *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, núm. 4/2000, pp. 107-132, en pp. 125-129. De hecho, el origen de conocidos escándalos financieros puede radicar en un fallo del sistema de *gatekeepers*. A pesar de las múltiples explicaciones que del caso Enron se han dado, es interesante la propuesta en este sentido de John C. COFFEE, Jr., "Understanding Enron: 'It's About the Gatekeeper, Stupid'", 57 *Bus.Law.*, núm. 4, agosto de 2002, pp. 1403-1420, que detecta un grave deterioro en la función de *wachdog* que deben desempeñar los *gatekeepers* por erosión de la objetividad y la independencia dada la ausencia de competencia real (*Big Five*), el menor efecto disuasorio del régimen de responsabilidad y los mayores beneficios obtenidos por la aquiescencia con el cliente.

mercados financieros⁽¹⁶⁾ para generar confianza y reforzar la transparencia⁽¹⁷⁾, de supervisores y reguladores. A lo largo de este proceso de redefinición del perfil de las agencias de *rating* que ha conducido hacia la gradual atribución de verdaderas funciones de supervisión, propias de las autoridades de control competentes en los mercados financieros, en lo que se podría considerar una suerte de “privatización” parcial de las competencias públicas de supervisión, la información proporcionada por las agencias de calificación crediticia ha ido adquiriendo un auténtico valor legal como “*input*”

(16) Reglamento núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia, DO L302/1, 17-11-2009, Considerando primero:

“Las agencias de calificación crediticia desempeñan un papel importante en los mercados de valores y en los mercados bancarios internacionales, pues los inversores, los prestatarios, los emisores y las administraciones públicas utilizan las calificaciones crediticias que otorgan como uno de los elementos para adoptar decisiones fundadas en los ámbitos de inversión y de financiación. (...) En consecuencia, las calificaciones crediticias influyen significativamente en el funcionamiento de los mercados y en la confianza de los inversores y los consumidores”.

“Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets”, informe emitido por la SEC (U.S. Securities and Exchange Commission), enero de 2003, p. 5, de acuerdo con la Section 702 (b) de la Sarbanes-Oxley Act de 2002 [Pub. L. núm. 107-204, § 702(b), 116 Stat. 745 (2002)]. Section 2. Findings de la Credit Rating Agency Reform Act of 2006, S. 3850, Pub. L. núm. 109-291, aprobada por el Congreso y el Senado de los Estados Unidos el 27 de septiembre de 2006 y firmada por el Presidente el 29 de septiembre.

(17) Empleando el clarificador significado económico de transparencia, ésta refleja el coste relativo en que han de incurrir los agentes económicos para obtener la información relevante en un mercado. Desde esta perspectiva, por tanto, la transparencia de un mercado se valora por su capacidad para difundir la información entre sus participantes. La tradicional situación de asimetría de información que ha caracterizado el mercado de valores justifica que el Derecho bursátil nazca con una clara vocación comunicadora, de transparencia. A esta finalidad responden dos categorías de obligaciones legales, históricamente sucesivas y actualmente combinadas bajo el criterio de transparencia. Primero, obligaciones de información (*disclosure*) a cargo de los emisores de valores; segundo, condiciones de difusión de información sobre las transacciones celebradas en los mercados. Con idéntica finalidad de base, garantizar la transparencia del mercado, ambas obligaciones se complementan con elementos constitutivos distintos (CASTILLA, Manuel, *Competencia y regulación en los mercados de valores*, Madrid: Civitas, 2001, pp. 33-36):

a) Sujeto obligado: mientras en las obligaciones de información éstas recaen sobre los emisores de valores, las condiciones de difusión de información asocian su cumplimiento al propio mercado.

b) Destinatario: la información de los emisores de valores ha de ser comunicada a los supervisores de los mercados de valores, la información del mercado tiene como destinatarios a los participantes en el mismo.

c) Principio justificativo de la obligación: si bien es el principio de supervisión el que justifica la obligación de los emisores de comunicar la información relevante a sus autoridades, es el objetivo de la eficaz formación de precios el que da sentido a la transparencia de los mercados.

d) Tiempo de cumplimiento: en clara coherencia con los objetivos perseguidos, la inmediatez de la difusión es condición necesaria para la virtualidad de la transparencia de los mercados, mientras que es comprensible una comunicación retardada para la obligación a cargo de los emisores en la medida que es el principio de supervisión y control y no la necesidad de incorporación de la información a los precios de los valores del mercado el que prima en este caso.

regulatorio” en el marco de la normativa sobre adecuación de capital y parámetros de inversión.

Con todo, y a pesar de esta presencia constante y de creciente relevancia en los mercados financieros, las agencias de calificación crediticia han adquirido en los últimos años un inusitado protagonismo avivado más bien por el cuestionamiento de las variables clave de su capital reputacional: independencia, neutralidad, transparencia y calidad técnica. Su criticada y, en cierta medida, sospechosa participación en el estallido de la más reciente crisis de las hipotecas *subprime* ha venido a enturbiar la ya dañada imagen de las agencias de *rating* tras su torpe respuesta ante previos escándalos financieros que determinaron el derrumbe de conocidas compañías de notoriedad internacional⁽¹⁸⁾.

La complejidad⁽¹⁹⁾ de los productos estructurados de crédito y el creciente recurso a la titulización de activos como fuente de financiación⁽²⁰⁾ marcan las coordenadas de un mercado financiero donde parece quebrar el paradigma de la transparencia, guía de la normativa reguladora de los mercados de valores. En consecuencia, se refuerza extraordinariamente el valor de los *ratings* como una variable determinante en el proceso de inversión en estos sofisticados instrumentos de deuda garantizados (por hipotecas *subprime*) más sensibles a los impagos de las hipotecas subyacentes⁽²¹⁾, incluso para inversores institucionales. En este nuevo modelo de financiación, ante una aparentemente insaciable demanda de productos estructurados —*asset-backed securities* (ABSs); *mortgage-backed securities* (MBSs); *collateralized debt obliga-*

(18) La respuesta de las principales agencias de calificación crediticia ante casos de tanta repercusión internacional como los de las compañías Enron y Parmalat resultó incomprensiblemente lenta. Tan sólo cuatro días antes de que Enron se declarara insolvente (2 de diciembre de 2001) su deuda aún seguía calificada “*investment grade*” —grado de inversión (que abarca las cuatro calificaciones más altas de AAA a BBB- en la escala de S&P y sus equivalentes para otras agencias de calificación crediticia)—. De acuerdo con la cronología de los *ratings* elaborada por el *Staff of Senate Committee on Governmental Affairs*, en su informe “Financial Oversight of Enron: the SEC and Private-sector Watchdogs” de 8 de octubre de 2002, pp. 108 y ss., hasta el 28 de noviembre de 2001 las tres principales agencias calificadoras no rebajaron la calificación de Enron por debajo de “*investment grade*”. Moody’s sólo entonces rebajó su *rating* de Enron a B2, Standard & Poor’s a B- y Fitch a CC. Sin embargo, esta aparente pasividad de las agencias de *rating* refleja, en realidad, una consciente actitud reacia de estas compañías a rebajar las calificaciones (*downgrades*) en atención a signos de deterioro financiero en el mercado. La decisión de aplicar *downgrades* es un movimiento extraordinariamente delicado porque, en particular, cuando significan la pérdida de “grado de inversión” de una emisión, suelen conducir inexorablemente a la quiebra del emisor. Esta actitud mina, en gran medida, la eficacia de los *ratings* como instrumento de *corporate governance*. MACEY, Jonathan R., “Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure, and Enron”, 89 *Cornell L. Rev.* 394 (2003-2004), en p. 406.

(19) SCHWARCZ, Steven L., “Disclosure’s Failure in the Subprime Mortgage Crisis”, *Utah L.Rev.* 1109 (2008).

(20) LUPICA, Lois R., “Credit Rating Agencies, Structured Securities, and the Way Out of the Abyss”, 28 *Rev.Banking & Fin.L.* 639 (2008-2009), en p. 640 y pp. 644-653. EGGERT, Kurt, “The Great Collapse: How Securitization Caused the Subprime Meltdown”, 41 *Conn.L.Rev.* 1257 (2008-2009).

(21) SCHWARCZ, Steven L., “Keynote Address: Understanding the Subprime Financial Crisis”, 60 *S.C.L.Rev.* 549 (2008-2009).

tions (CDOs)—, el volumen de negocios de las entidades de calificación crediticia se multiplica y el impacto del *rating* en la decisión de inversión resulta más directo y visible⁽²²⁾. En un contexto de alta sofisticación financiera y complejidad técnica, los inversores confían en el *rating* atribuido a una emisión para determinar el rendimiento mínimo que aceptarán en una inversión dada. Cuanto mayor es la calificación crediticia recibida en la categoría “invertir” (*investment grade*), menor es el coste de los fondos para el emisor, pues menor es también el tipo de interés que deben ofrecer a los inversores para atraer su inversión⁽²³⁾. Al mismo tiempo, la elevada influencia del *rating* en la decisión de inversión lo convierte en un factor determinante de la liquidez de la emisión. Cuando el equilibrio entre riesgo y beneficio esperado se desajusta en exceso, reflejado en una baja calificación crediticia, el atractivo de la emisión no puede salvarse con un simple incremento del tipo de interés porque la liquidez del instrumento se ve gravemente amenazada. La calificación crediticia no es, por tanto, una variable independiente de la ecuación de inversión. De ahí que se haya dicho expresivamente que las rebajas de calificación por debajo del “grado de inversión” actúan como verdaderas profecías autocumplidas (*self-fulfilling prophecies*)⁽²⁴⁾ que precipitan el futuro, pues son en sí mismas el detonante de la “anunciada” insolvencia del emisor. Su influencia en las coordenadas de la emisión y en el contexto del mercado es, por tanto, indiscutible. Y alcanza, en ocasiones, auténtico rango sistémico. Así, el anuncio de Standard & Poor’s de fecha 27 de abril de 2010 de su decisión de rebajar la calificación de la deuda griega a grado especulativo, o equivalente a los alarmantes “bonos basura”⁽²⁵⁾, con la posibilidad incluso de nuevas rebajas si no se implementa satisfactoriamente el programa de ajustes fiscales y estructurales en el país heleno, impactó de inmediato en las bolsas europeas que cerraron con fuertes pérdidas y, sin duda, influirá en la posición del país en el marco del debate sobre el rescate griego entre los Estados Miembros. Con fecha 28 de abril de 2010, Standard & Poor’s anuncia la rebaja de la calificación crediticia de la deuda soberana del Reino de España⁽²⁶⁾ desde AA+ a AA, que sigue siendo grado de inversión con riesgo bajo —aunque Moody’s y Fitch siguen manteniendo calificación AAA de calidad óptima—, con expectativas de futuro deterioro del *rating* si su posición presupuestaria se debilitara. La noticia ha precipitado el descenso de la bolsa del Madrid, que añadió al cierre una caída del 2,99% al 4,19% acumulado del día anterior.

(22) REISS, David, “Subprime Standardization: How Rating Agencies Allow Predatory Lending to Flourish in the Secondary Mortgage Market”, 33 *Fla.St.U.L.Rev.* 985 (2005-2006), en p. 1012.

(23) SCHWARCZ, Steven L., “The Alchemy of Assets Securitization”, 1 *Stan.J.L.Bus.&Fin.* 133 (1994), en pp. 136-137.

(24) MACEY, Jonathan R., “Efficient Capital Markets...”, *op. cit.*, p. 406.

(25) “Standard & Poor’s rebaja el rating griego al nivel de los ‘bonos basura’”, *Expansión*, 27 de abril de 2010. “S&P rebaja la calificación crediticia de Grecia y Portugal”, *Cinco Días*, 27 de abril de 2010.

(26) Disponible en http://estaticos.elmundo.es/documentos/2010/04/28/informe_sandp.pdf (última consulta 28/04/2010). “Standard & Poor’s rebaja un escalón la deuda pública española”, *El País*, 28 de abril de 2010.

De este análisis empírico de la evolución del perfil funcional de las agencias de *rating* en el último siglo y precipitada en las últimas décadas se pueden extraer dos interesantes conclusiones.

Primera, la constatación de que a partir de su función esencial como terceros de confianza, una noción de base reputacional, las agencias de calificación crediticia han ido adquiriendo funciones de supervisión de carácter cuasi-público que las colocan hoy en una especie de “primera línea” de supervisores privados como auténticos *gate-keepers*, un concepto que parte de una intervención regulatoria y está dotado de carácter público. Al percibir esta sofisticación funcional de las agencias de *rating* se explica con mayor convencimiento la gran alarma que ha despertado la reciente crisis financiera en cuyos orígenes la incapacidad de las agencias para detectar las distorsiones del mercado y alertar de ciertas prácticas irregulares se ha percibido no sólo como un fallo del mercado sino como una de las causas del fallo del sistema de supervisión.

Segunda, la comprobación de que la creciente atención regulatoria de la que están siendo objeto las agencias de *rating* viene marcada en su enfoque y su alcance por la evolución funcional de su actividad. Así, a medida que las agencias de *rating* ocupaban posiciones cuasipúblicas de supervisión la estrategia regulatoria se ha ido decantando hacia políticas basadas en modelos de “confianza sistémica”. Es decir, las agencias de calificación crediticia pasan a ser reguladas como piezas esenciales de la arquitectura del mercado y como uno de los fundamentos de la confianza del sistema. Este planteamiento de corte sistémico ha significado, a nuestro parecer, un progresivo alejamiento de políticas legislativas orientadas al estímulo de lo que hemos denominado la “confianza específica”. En particular, se ha descuidado el efecto disuasorio que las reglas de la responsabilidad civil extracontractual ejercerían en la actividad de *rating*. Mediante excusas basadas en la calificación de los *rating* como opiniones, excepciones de dudoso fundamento legal e interpretaciones jurisprudenciales que no estimaban oportuno admitir la concurrencia de las condiciones para atribuir responsabilidad, se ha ido definiendo un área de impermeabilidad, incluso a la sanción reputacional⁽²⁷⁾, en torno a las agencias de *rating* que carece de razones prácticas convincentes y de bases jurídicas sólidas. A la valoración de esta tendencia dedicamos el último de los epígrafes de este trabajo.

De acuerdo con las conclusiones expuestas, analizaremos a continuación, primero, con más detalle las funciones de las agencias de *rating* y su evolución; segundo, las diversas etapas que pueden identificarse en el proceso regulatorio que ha marcado las últimas décadas en coherencia con la paralela transformación funcional de las agencias y las condiciones estructurales y operativas del mercado.

(27) MANNS, Jeffrey, “Rating Risk After the Subprime Mortgage Crisis: A User Fee Approach for Rating Agency Accountability”, 87 *N.C.L.Rev.* 1011 (2008-2009), en pp. 1047-1056 (que se resume en el título de la sección “Responsability without Accountability in the Rating Agency Context”).

1. Análisis funcional de las agencias de *rating* y evolución de su perfil en los mercados financieros

La principal función de las agencias de *rating* y aquella que de forma más clara avala la calificación de “terceros de confianza” (*Trusted Third Party*) es la que deriva de su clásica labor de suministro de información. De este modo, las agencias de *rating*, mediante la emisión de sus diversos símbolos representativos de la calificación crediticia de emisores y ciertos tipos de emisiones, asignada tras la aplicación de los correspondientes procedimientos y métodos de análisis, alivian los efectos de distorsión en el mercado por la natural asimetría informativa. Este efecto deriva no sólo del hecho de que suministren información al mercado, cuyo valor informativo ha sido, de hecho, puesto en cuestión⁽²⁸⁾, sino esencialmente de que los inversores confíen en tal información sencilla, condensada y de fácil comparación. Esta confianza se proyecta sobre dos escenarios. En primer lugar, la confianza en el sistema, determinada por la credibilidad de la supervisión, la solidez de la regulación, el efecto depurador de la competencia y la transparencia. En segundo lugar, la confianza específica que cada agente es capaz de generar por su actuar diligente, la calidad de sus *ratings* y la percepción de su capital reputacional.

Así consideradas, las agencias de *rating* actúan como verdaderos terceros de confianza pues, de hecho, el valor añadido que aportan al suministro de información sólo despliega sus efectos si, generalmente con base en sus activos reputacionales, los usuarios confían en ellas y en la calidad de sus servicios. Además del valor informativo que los *ratings* tienen como *inputs* del proceso decisorio de inversión, proporcionan a administradores, a gestores de intereses ajenos o titulares de deberes fiduciarios un instrumento de mitigación de su eventual responsabilidad al adoptar decisiones de inversión⁽²⁹⁾. La elección de emisiones calificadas por agencias de *rating* dignas de confianza con el grado de inversión inmuniza, de algún modo, de la eventual responsabilidad al administrador por las decisiones adoptadas al destilar en sencillos símbolos fácilmente reconocibles las pautas de la diligencia esperada.

A partir de esta función inspiradora de la actividad de *rating*, las agencias de calificación han ido experimentando un significativo fortalecimiento de su función a medida que se les ha ido colocando en una posición de verdaderos “supervisores privados” en los que se hace reposar un primer control cercano al mercado dada su privilegiada posición para identificar y prevenir ciertas irregularidades (como puros *gatekeepers*). Bajo esta interpretación del papel de las agencias de *rating*, especialmente extendida en mercados financieros como el estadounidense, los recientes acon-

(28) Frank PARTNOY lo califica de curiosa e inusual paradoja, pues si bien los *rating* iniciales aportan ciertas orientaciones al inversor, los cambios de *ratings* proporcionan escasa información adicional a la ya disponible en el mercado y, sin embargo, se les atribuye una desmesurada importancia. “How and Why Credit Rating Agencies are not like other gatekeepers”, *Research Paper*, núm. 07-46, mayo de 2006, p. 61, disponible en <http://ssrn.com/abstract=900257> (última consulta 07-01-2010).

(29) COFFEE, John C. Jr., *Gatekeepers...*, *op. cit.*, pp. 287-288.

tecimientos no sólo representan fallos del mercado sino auténticas distorsiones del complejo y plural sistema de supervisión financiera.

En línea con esta mayor sofisticación del papel de las agencias de *rating* en la escena internacional, los *ratings* ya no sólo gozan de un valor informativo que se incorpora en el proceso decisorio de la inversión, sino que se les atribuye además un valor regulatorio o de certificación bien en relación con las restricciones a la inversión por parte de ciertos inversores institucionales (instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones, principalmente) bien para el cálculo del capital mínimo regulatorio de las entidades de crédito, entre otros. Y así, a medida que gana valor su actividad de emisión de “*regulatory licences*”⁽³⁰⁾, pierden sus *ratings* potencia informativa⁽³¹⁾. El valor de los *ratings* ya no reposa en la reducción de los costes asociados a la información y la verificación sino a su capacidad para aliviar costes regulatorios, de tal modo que si se recibe una calificación favorable (grado de inversión) se puede eludir o aligerar el cumplimiento de ciertas obligaciones y requisitos de registro —así por ejemplo en virtud de la *Rule 3a-7* de la *Investment Company Act* de 1940—.

En la regulación financiera estadounidense cuenta ya con una larga tradición el empleo de los *ratings* como instrumentos para la aplicación de la normativa. Así, el uso de los *ratings* para determinar las posibilidades de inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva y fondos de pensiones con el fin de proteger a los inversores se incorpora en la regulación desde los años treinta. En 1975 se decide recurrir a los *ratings* también como *inputs* regulatorios para calcular los requerimientos de capital de los intermediarios financieros y las entidades de crédito. A pesar de que esta función de los *ratings* como variables regulatorias no goza en Europa de tan larga tradición, la entrada en vigor de los Acuerdos de Basilea (Basilea II) —aprobados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea— ha significado un claro cambio de orientación en este sentido. En el denominado método estándar, las entidades de crédito debían calcular su capital regulatorio usando los *ratings* de los valores y de los deudores que tenían en cartera. La Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006⁽³²⁾ relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y su ejercicio, mediante la que se implementa Basilea II en la Unión Europea, recoge esta función de los *ratings* en el cálculo del capital regulatorio definiendo a su vez los requisitos que deben satisfacer la agencias de calificación crediticia cuyos *ratings* puedan emplearse válidamente para este cálculo regulatorio (Anexo IV, Parte II). Tales agencias se denominan en la Directiva *External Credit Assessment Institu-*

⁽³⁰⁾ Descriptiva expresión que emplea el profesor Frank PARTNOY para describir el valor (“*valuable property rights*”) asociado a la capacidad de una entidad privada, en vez de un regulador, de determinar el efecto de las normas. Argumenta así que el negocio de las entidades de *rating* se ha desplazado de su original provisión de información a inversores hacia la más lucrativa actividad de vender “*regulatory licences*”. PARTNOY, Frank, “The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies”, 77 *Wash.U.L.Q.* 619 (1999), en p. 623.

⁽³¹⁾ PINCHES, George E.; SINGLETON, J. Clay, “The Adjustment of Stock Prices to Bond Rating Changes”, 33 *J.Fin.* 29 (1978).

⁽³²⁾ DO L177/33, 30-6-2006.

tions (ECAI). Se adopta así en Europa un modelo cercano al ya clásico sistema de Estados Unidos de *National Recognized Statistical Rating Organizations* (en adelante, NRSROs).

Esta evolución funcional de las agencias de *rating* ha ido redefiniendo los rasgos distintivos de su perfil. Mientras que en la generación de confianza mediante la provisión de información las agencias actúan como terceros de confianza, una vez investidos de funciones regulatorias en el marco legal de supervisión de los mercados, adoptan el verdadero papel de guardianes (*gatekeepers*), primer frente en la labor de supervisión pública, para identificar irregularidades y prevenir como *watchdogs* privados la comisión de ilícitos, absorbiendo así como agentes estratégicos funciones públicas tradicionalmente atribuidas y desempeñadas por los Estados a través de sus agencias de supervisión⁽³³⁾.

2. Etapas regulatorias de la calificación crediticia

El proceso de transformación funcional de las agencias de *rating* ha venido determinado y, a la vez, ha condicionado las respuestas regulatorias a nivel internacional, regional y doméstico. De hecho, es posible intuir tres etapas en el proceso normativo que responden con significativa claridad a los sucesivos perfiles funcionales resultantes de la progresiva sofisticación operativa de las agencias de *rating*. Con todo, la coherencia y la razonabilidad normativa no es, en absoluto, plena. Bien al contrario, algunas de las respuestas regulatorias se entienden mejor como precipitadas reacciones a factores coyunturales y condicionantes históricos que como meditadas opciones de política legislativa y pausadas decisiones de supervisión del mercado. Por tal motivo, es conveniente no olvidar el impacto que ciertas características inherentes o puramente coyunturales, naturales o artificiosamente creadas por la propia normativa, permanentes o provisorias, del mercado han tenido en la adopción y la configuración de determinadas medidas regulatorias.

El mercado de calificación crediticia se caracteriza, en primer lugar, por un alto grado de concentración que lo distingue estructuralmente de otros sectores de intermediación reputacional y generación de confianza con mucha mayor dispersión de la oferta. La estructura oligopolística del mercado parece venir determinada, de un lado, por factores económico-empresariales propios de una actividad basada en el capital reputacional⁽³⁴⁾ y, de otro, por un efecto de clausura del mercado provocado por un modelo regulatorio que ha impuesto elevadas barreras de entrada, al exigir una previa acreditación o registro de las entidades autorizadas para ciertas actividades con fundamento en su previa notoriedad o público reconocimiento en el mercado —de ahí ha

⁽³³⁾ SCHWARCZ, Steven L., “Private Ordering of Public Markets: the Rating Agency Paradox”, 2002 *U.Ill.L.Rev.* 1 (2002), en p. 3.

⁽³⁴⁾ Aquí se plantea la cuestión sobre si nos encontramos necesariamente ante un monopolio/oligopolio natural, o si precisamente debe ser el incremento de la competencia una de las medidas básicas para depurar las distorsiones del mercado. COFFEE, John C. Jr., *Gatekeepers...*, *op. cit.*, p. 298.

resultado un verdadero “*partner oligopoly*” en el caso estadounidense⁽³⁵⁾—. El estado de concentración del mercado se agudiza por otros dos factores propios de la actividad de calificación crediticia: la elevada dispersión de la demanda y la escasa cuantía de las transacciones. Estas condiciones del mercado han ido orientando a las agencias de *ratings* hacia el ofrecimiento de servicios complementarios, de consultoría y asesoramiento, que han estado en el centro de la polémica sobre la participación de las agencias en el diseño y la configuración de instrumentos de financiación estructurada para asegurar una calificación favorable, una práctica que compromete significativamente su independencia⁽³⁶⁾. Todo ello se enmarca en un modelo retributivo predominante en el mercado que muestra una alta vulnerabilidad a los conflictos de intereses⁽³⁷⁾. Si bien inicialmente el modelo empresarial de las agencias de calificación crediticia estaba basado en el pago por suscripción de los usuarios de los *ratings*, diversos factores regulatorios y económicos han ido desplazando la industria hacia un modelo de retribución basado en el pago por parte del propio emisor calificado por la entidad⁽³⁸⁾. La percepción de riesgo de conflicto de intereses producida por esta dependencia retributiva se ha visto además agudizada por la acusación del desarrollo de ciertas prácticas

(35) El modelo regulatorio diseñado por el sistema NRSRO, un procedimiento informal dirigido a la designación de la agencia de *rating* como “*nationally recognized*”, que, por tanto, exigía un previo reconocimiento de la entidad a nivel nacional, derivó inevitablemente en una situación de oligopolio y, más aún, de duopolio *de facto* en manos de las dos grandes agencias de *rating*, Moody’s y Standard & Poor’s, por la exigencia regulatoria de la doble calificación crediticia para equilibrar los posibles efectos de la sobrevaloración. La presencia de Fitch era considerablemente minoritaria y, en cierto modo, especializada en determinados sectores. Con todo, la reforma realizada en el sistema de NSRSOs por la *Credit Rating Agency Reform Act 2006*, además de implantar un mecanismo de registro y reforzar las facultades de supervisión de la SEC, elimina la barrera de entrada al mercado que significaba el requisito de “*nationally or generally recognized*” para su designación como NSRSOs que pasa a quedar sustituido por la simple presencia previa en el mercado durante tres años. Esta nueva estrategia regulatoria debía incrementar el nivel de competencia en el mercado. De hecho, a corto plazo se ha producido un aumento significativo del número de agencias de *rating* reconocidas por la SEC desde las tres designadas inicialmente, según consta en la web <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency.htm> (última consulta 27-04-2010).

(36) Y que puede abrir la puerta a futuras reclamaciones sobre la base de que la participación activa de las agencias de *rating* en el diseño de los productos estructurados las eleva a la condición legal de “*control person*” bajo la *Securities Act 1933* y la *Securities Exchange Act 1934*; FREEMAN, Lisbeth, “Who’s Guarding The Gate? Credit-Rating Agency Liability As ‘Control Person’ In The Subprime Credit Crisis”, 33 *Vt.L.Rev.* 585 (2008-2009).

(37) Una situación crónica de vulnerabilidad a los conflictos de intereses que lleva a la formulación de propuestas de reforma estructural como la creación con fondos públicos de una agencia de *rating* independiente o la contratación por el Estado de ciertas agencias privadas para calificar determinadas emisiones o de reforma fiscal para incentivar la emisión de *ratings* más ajustados. LYNCH, Timothy E., “Deeply and Persistently Conflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment”, 59 *Case W.Res.L.Rev.* 227 (2008-2009).

(38) Esta correlación entre riesgo potencial de conflicto de intereses y modelo retributivo podría no ser tan clara. Advierte el profesor SCHWARCZ que, de un lado, el pago es independiente del sentido de la calificación emitida y, de otro, el coste reputacional derivado de la emisión de una mala calificación es superior a la retribución por el servicio. SCHWARCZ, Steven L., “Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown”, 93 *Minn.L.Rev.* 373 (2008-2009), en p. 403.

empresariales de dudosa calificación⁽³⁹⁾ que no hacen más que reforzar los efectos perturbadores del estado de concentración del mercado⁽⁴⁰⁾. En particular, ha sido objeto de duras críticas la práctica de emitir calificaciones crediticias no solicitadas generalmente poco favorables para el emisor o la entidad calificada como instrumento de presión para forzar la solicitud de una calificación que, a cambio del correspondiente pago acordado, debería mejorar la evaluación crediticia del cliente.

Gran parte de estas consideraciones coyunturales han marcado el enfoque de la reciente regulación comunitaria de las entidades de *rating*⁽⁴¹⁾ con el objetivo de minimizar los conflictos de intereses, asegurar la independencia, reforzar la transparencia de métodos, modelos e hipótesis fundamentales de calificación, identificar el carácter solicitado o no solicitado de la calificación y garantizar la calidad técnica de los *rating* y la experiencia profesional de los analistas y de quienes intervengan en las actividades de calificación.

Con las consideraciones hasta aquí realizadas se pueden identificar ya las tres etapas que ha experimentado la regulación de las agencias de *rating*, que no responden necesariamente a períodos temporales que se suceden sin solución de continuidad, sino más bien a tres enfoques progresivos pero que se solapan y conviven en el ámbito internacional. Se pueden intuir, no obstante, algunas tendencias apreciables. Primera, el progresivo debilitamiento, sin que haya resultado, en modo alguno, en su desaparición, de la autorregulación y sus instrumentos. Segunda, un definitivo dominio de un modelo de regulación y supervisión directa. Tercera, el abuso de políticas orientadas a

⁽³⁹⁾ Reforzadas o amparadas por el poder de mercado que disfrutaban las principales agencias de *rating*, se observan en el mercado varias prácticas anticompetitivas con grave riesgo de distorsionar el mercado. Junto a la emisión de ratings no solicitados a la que nos referimos en el texto, se acusa a las agencias de ratings de recurrir a ciertas estrategias para explotar su poder mercado, en particular al denominado *notching* punitivo y lo que la literatura de política de la competencia denomina venta en lotes. LOSADA LÓPEZ, Ramiro, *Agencias de rating: hacia una nueva regulación*, monografía núm. 34, enero de 2009, disponible en http://internet.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2009_34.pdf (última consulta 1/03/2010), p. 32, explica el funcionamiento de ambas prácticas. El *notching* punitivo consiste en ajustar automáticamente a la baja los *ratings* de los bonos de financiación estructuradas que se usan como activo de una nueva estructura (por ejemplo, un CDO —*Collateralized Debt Obligations*— de bonos ABS —*Assets Backed Securities*—) como castigo por el hecho de que no han sido agencias calificadoras de la nueva estructura. Esta práctica sancionatoria que penaliza la emisión fuerza a los emisores a concentrar la calificación crediticia en la misma agencia de *rating*, reforzando así el poder de mercado. La venta en lotes o *tying agreements* consiste en condicionar la venta de un producto o servicio a la compra de otro. De un lado, las agencias de *rating* se negaban a calificar una emisión si el emisor no se comprometía a contratar sus servicios para futuras emisiones. De otro lado, en relación con los productos estructurados, las agencias vinculaban su servicio de calificación a una previa prestación anudada de servicios de asesoramiento. En este último caso, se produce un desbordamiento del poder de mercado a actividades, mercados o sectores conexos con serios efectos distorsionadores.

⁽⁴⁰⁾ Prácticas que, desde luego, no son nuevas ni propias de la situación financiera internacional de la última década. BOTTINI, Francis A. Jr., “An Examination of the Current Status of Rating Agencies and Proposals for Limited Oversight of Such Agencies”, 30 *San Diego L.Rev.* 579 (1993).

⁽⁴¹⁾ Reglamento (CE) núm. 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia. DO L 302/1, 17-11-2009.

la promoción de la “confianza sistémica” en detrimento de mecanismos de refuerzo de la “confianza específica”.

A) *Etapa inicial: génesis del mercado de la calificación crediticia*

En una primera etapa, en sentido temporal y también regulatorio, en consonancia con la naturaleza dominante y casi exclusiva de las agencias de *rating* como intermediarios reputacionales mediante su actividad de suministro de información, la industria operaba básicamente de acuerdo con los mecanismos de control del mercado y el efecto disciplinador de la reputación. La normativa sobre agencias de *rating* era muy reducida o prácticamente inexistente. Una pasividad regulatoria que se ha extendido hasta épocas muy recientes, como advierte el reciente Reglamento (CE) núm. 1060/2009, de 16 de septiembre, sobre agencias de *rating*, pues, aún hoy, la mayoría de los Estados Miembros carecen de regulación específica y la normativa comunitaria vigente tan sólo se refiere incidentalmente a la actividad de calificación crediticia (normas sobre operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado, por ejemplo).

Sin grandes estridencias, esta baja actividad normativa comienza a suplirse, ante la necesidad urgente de establecer unas reglas mínimas coordinadas coherentes con la internacionalización de los mercados financieros, con instrumentos de *soft law*. Con la publicación en diciembre de 2004 del Código IOSCO (*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* de la *International Organization of Securities Commissions*)⁽⁴²⁾, que refleja una tarea consensuada y plural guiada por el *Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies* en la que participaron los reguladores miembros de IOSCO, las agencias de *rating* y representantes de inversores y emisores, se diseña un cuerpo de pautas de conducta de las agencias de *rating* para asegurar la calidad y la integridad de los procesos de elaboración de los *ratings*, mantener la independencia y evitar conflictos de intereses y aumentar la transparencia, informando de las metodologías empleadas⁽⁴³⁾ y tratando de manera adecuada la información confidencial que le proporcionen los emisores. No existe contradicción con el planteamiento general con el que hemos definido esta etapa, pues el Código opera íntegramente de acuerdo con el criterio de la disciplina de mercado. No es, por tanto, un proyecto de Código universal único del que se espere su adhesión por parte de los operadores del mercado, sino una suerte de “Código-modelo” que las agencias de *rating* se verán incentivadas a incorporar en sus códigos individuales, y que operará bajo la máxima de la transparencia “cumplir o explicar”. Con este modelo más flexible y eficaz se entendía que se gestionaba mejor la heterogeneidad empresarial del merca-

(42) Documentación relacionada disponible en www.iosco.org. Vid. igualmente el Código en RDBB, núm. 100, 2005, pp. 209-222, con comentarios de TAPIA HERMIDA, Alberto J.

(43) Si bien esta publicidad de los modelos y metodologías empleadas en el proceso de calificación tiene un doble efecto, junto al de mejorar la transparencia en el mercado, el proporcionar a los emisores toda la información para diseñar a medida el instrumento según el *rating* deseado. “Rating Agency Data Aided Wall Street in Deals”, *The New York Times*, 23 de abril de 2010.

do. Y así parece demostrarlo la amplísima receptividad de sus reglas por las agencias de *rating* de ámbito internacional más representativas⁽⁴⁴⁾.

La opción más cauta (“*wait and see*”) fue también la que dominó la decisión regulatoria europea⁽⁴⁵⁾ que decide acogerse al modelo de autorregulación que representa el Código IOSCO y confiar en que la aplicación de la normativa ya aprobada cubriría satisfactoriamente la regulación del fenómeno.

Esta etapa inicial que parece definir la génesis de un auténtico mercado de calificación crediticia no se agota con la crisis que estalla en 2007, que parece cuestionar la base misma del flexible enfoque regulatorio, sino que se solapa con etapas posteriores y redefine, de algún modo, los instrumentos esenciales para mantener el planteamiento general. De hecho, en 2008 se acomete una reforma del Código IOSCO para incorporar las novedades que el contexto internacional exigía.

En esta primera etapa evolutiva, en la regulación de las agencias de *rating* prima, casi de forma excluyente, su carácter de terceros de confianza, y los componentes sistémicos son prácticamente inexistentes.

B) *Etapa intermedia: acreditación basada en el capital reputacional acumulado*

En una etapa intermedia que empieza a despuntar en la década de los setenta⁽⁴⁶⁾, las agencias de *rating* comienzan a mostrar su perfil como proveedores de “*regulatory*

(44) Moody’s Investor Service ha adoptado su *Code of Professional Conduct* de acuerdo con las reglas principales del Código IOSCO. Además, siguiendo la filosofía “cumplir o explicar”, elabora anualmente un informe detallando y explicando las diferencias entre la última versión de su código y el Código IOSCO vigente. Todos los documentos están disponibles en www.moody.com. De igual modo, Standard & Poor’s ha revisado su *Standard & Poor’s Ratings Services Code of Conduct* para incorporar las novedades que en 2008 han sido introducidas en el Código IOSCO de 2004. Disponible en <http://www.standardandpoors.com/ratings/policies-and-code-of-conduct/en/ius> (última consulta 2-03-2010). El *Code of Conduct* de Fitch se basa también en el Código IOSCO y se compromete a informar de cualquier modificación realizada o desviación que resulte con respecto a este último. Accesible en www.fitchratings.com.

(45) *Comunicación sobre las Agencias de Calificación Crediticia* de 2006. DO C 59/02, 11-3-2006.

(46) Aunque despegaba definitivamente con la *Sarbanes-Oxley Act 2002*. Con fecha de 30 de julio de 2002 se promulga la *Sarbanes-Oxley Act* que, con un abrumador apoyo en ambas Cámaras del Congreso de los Estados Unidos, supone la reforma más sustancial de la regulación estadounidense de los mercados de valores. La versión de la Ley H.R. 3763 (Oxley) fue aprobada por la Cámara de Representantes (*House of Representatives*) del Congreso de los Estados Unidos el 24 de abril de 2002; la versión del Senado (*Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*), S.2673 (Sarbanes), formalmente una reforma a la versión del Congreso H.R. 3763, fue aprobada el 15 de julio de 2002, y la versión definitiva de la *Sarbanes-Oxley Act* de la *Conference* fue aprobada por ambas Cámaras el 26 de julio de 2002. El Presidente Bush firmó la ley el 30 de julio (P.L. 107-204). HILL, Claire A., “Rating Agencies Behaving Badly: The Case of Enron”, 35 *Conn.L.Rev.* 1145 (2002-2003); RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Teresa, “Las nuevas normas norteamericanas sobre transparencia de las sociedades cotizadas. La 2002 Sarbanes-Oxley Act”, *Derecho de los Negocios*, núm. 146, noviembre de 2002, pp. 1-18.

licences”. Con el reconocimiento de valor regulatorio, los *rating* pasan de ser una variable más en la ecuación de inversión a representar un *input* en el proceso de cumplimiento de cierta normativa sobre adecuación de capital y requisitos de inversión. De este modo, las agencias de *rating* comienzan a integrarse en la arquitectura regulatoria del sistema y esta nueva posición influye notablemente en el enfoque regulador. El otorgamiento del citado valor regulatorio requiere un cierto control previo que se articula mediante el establecimiento de sistemas de designación o reconocimiento, de acuerdo con una serie de condiciones (*eligibility*), para determinar las agencias cuyas calificaciones son admisibles como referencia para el cumplimiento de ciertas normas sobre recursos propios y exposición al riesgo. El modelo estadounidense de *National Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSROs) ya en funcionamiento desde la década de los setenta, encuentra en Europa su mejor equivalente en el modelo de *External Credit Assessment Institutions* (ECAIs) que diseña la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y su ejercicio, mediante la que se implementa Basilea II en la Unión Europea.

La transposición de esta normativa comunitaria al ordenamiento jurídico español implanta también en nuestro país un régimen de reconocimiento de ciertas agencias de calificación crediticia para su actuación como entidades elegibles en la emisión de *ratings* que pueden emplearse para la medición de riesgos por las entidades de crédito. Así, para la ponderación por riesgo de las exposiciones, en particular, en el denominado método estándar, se incorpora la posibilidad de determinar la calidad crediticia por referencia a calificaciones de crédito emitidas por ciertas agencias de calificación de crédito externas reconocidas (artículo 6.2 de la Ley 36/2007, de 16 de noviembre, por la que se modifica la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero ⁽⁴⁷⁾, y artículo 26 del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras ⁽⁴⁸⁾ —que también desarrolla la Ley 47/2007 ⁽⁴⁹⁾, de 19 de diciembre, que modifica la Ley del Mercado de Valores para incorporar al ordenamiento jurídico español, entre otras, la Directiva 2006/49/CE, referida lógicamente a la adecuación de capital de las entidades de servicios de inversión y las entidades de crédito—, y por la Circular 3/2008 del Banco de España, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos). La apertura de esta opción que permite a las entidades de crédito recurrir a las calificaciones externas de crédito de ciertas agencias para la ponderación por riesgos aparece condicionada al reconocimiento previo de la entidad como elegible por el Banco de España de acuerdo con un detallado conjunto de requisitos operativos y técnicos. Según la extensísima y de alta complejidad técnica Circular del Banco de

(47) BOE núm. 276, de 17 de noviembre de 2007.

(48) BOE núm. 41, de 16 de febrero de 2008.

(49) BOE núm. 304, de 20 de diciembre de 2007.

España 3/2008, de 22 de mayo⁽⁵⁰⁾, las calificaciones crediticias efectuadas por las agencias de calificación externa (ECAI) sólo podrán ser utilizadas para la determinación de la ponderación de riesgo de una exposición de conformidad con lo dispuesto en el capítulo cuarto de la Circular cuando la ECAI que las haya efectuado haya sido reconocida previamente como elegible para esos fines por el Banco de España, denominándose en lo sucesivo “ECAI elegible”. El reconocimiento de una ECAI como elegible exigirá que su metodología de calificación cumpla los requisitos de objetividad, independencia, revisión continua de la metodología aplicada y transparencia establecidos en los apartados 7 a 13 de la norma decimonovena de tal Circular y que sus calificaciones crediticias cumplan los requisitos de credibilidad y aceptación por el mercado a que se refieren los apartados 14, 15 y 16 de la misma disposición. Para la evaluación del cumplimiento de estos requisitos se tendrán en cuenta además las guías que sobre el reconocimiento de las agencias de calificación externa publique el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS).

Sin embargo, este sistema revela pronto una apreciable debilidad intrínseca que resulta especialmente intensa en el modelo estadounidense. La filosofía que subyacía en el sistema de reconocimiento NRSRO era precisamente seleccionar aquellas entidades que gozaban de notoriedad en el mercado, siendo una de las condiciones principales para su elección ser “reconocidas a nivel nacional” (“*nationally recognized*”). Es decir, la variable de la reputación y, en particular, de la reputación acumulada, sobre la que opera la disciplina del mercado, se incorpora como criterio legal de acreditación. Este modelo de reconocimiento significaba una calcificación del estado de concentración del mercado y así derivó inevitablemente en la consolidación de un auténtico duopolio (“*partner-monopoly*”) protagonizado por Moody’s y Standard & Poor’s, observadas a distancia por Fitch.

C) Etapa final: registro en función de requisitos técnicos

La verdadera independencia de la regulación y de los criterios de supervisión y reconocimiento con respecto a los criterios propios de la disciplina de mercado se consigue en la tercera etapa. Las agencias de *rating* adquieren ya su papel de *gatekeepers* y pasan a convertirse en una pieza integrante de la arquitectura del sistema. El modelo de supervisión directa adquiere un predominio indiscutible y los criterios de registro se tornan técnicos y se desgajan apreciablemente de las variables reputacionales de la operativa del mercado.

Las muestras más ilustrativas del enfoque regulatorio de esta tercera etapa son la promulgación de la *Credit Rating Agency Reform Act of 2006* en Estados Unidos, que elimina la barrera de acceso impuesta por el criterio del reconocimiento nacional para ser designado NRSROs y la sustituye simplemente por la condición de presencia previa en el mercado durante al menos tres años, y el recientemente aprobado Reglamento núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de

⁽⁵⁰⁾ BOE núm. 140, de 10 de junio de 2008.

2009, sobre agencias de calificación crediticia⁽⁵¹⁾ que somete a las agencias de *rating* establecidas en la Comunidad a un estricto sistema de supervisión basado en un modelo de registro.

Este modelo revela, sin embargo, algunas disfunciones desde la perspectiva con la que planteamos el problema de la protección de la seguridad del tráfico.

De un lado, la opción normativa que representa esta etapa final concentra todo el esfuerzo regulador en garantizar la confianza sistémica. El predominio de este enfoque es de tal intensidad que no sólo se descuidan los instrumentos normativos dirigidos a proteger y estimular la confianza específica, sino que prácticamente se eluden o, incluso, se descartan intencionadamente mediante razonamientos de excepción que llevan, por ejemplo, a una inaplicación sistemática de las reglas de la responsabilidad civil extracontractual en los casos en los que intervienen agencias de *rating*.

De otro lado, los modelos de supervisión directa basados en sistemas de registro conforme a un examen previo de cumplimiento de determinados requisitos plantean, desde un punto de vista de análisis coste-beneficio, otra apreciable disfunción. La tarea de control se desplaza del mercado íntegramente al supervisor público requiriendo un esfuerzo de información, monitorización y seguimiento que puede llegar a ser prohibitivo y que implicaría, en ocasiones, que el supervisor sea “*a better rater than the agencies themselves*”.

V. LA RESPONSABILIDAD EXTRA CONTRACTUAL DE LOS TERCEROS DE CONFIANZA Y PROTECCIÓN DE LA SEGURIDAD DEL TRÁFICO

La evolución experimentada por las agencias de calificación crediticia, así como su creciente importancia como foco de atención por parte de la autoridad reguladora, no hace sino revelar que la información es, y será cada vez más en el futuro, uno de los factores clave en determinadas transacciones. El análisis previo de cómo la confianza motiva multitud de decisiones, y cómo la información es en la actualidad generada y transmitida precisamente con la finalidad de generar o reforzar confianza, nos sitúa ante la necesidad de explorar nuevas perspectivas que nos descubran a su vez los diferentes puntos de vista desde los que aproximar los servicios y las actividades basadas en el suministro de información en el campo del Derecho. Un indicador clave en este proceso es el hecho de que los mercados y negocios de información no se centran exclusivamente en la difusión indiscriminada de noticias y opiniones como objeto de intercambio. Algunos de ellos deben ser descritos más bien como mercados y servicios específicamente orientados a la producción de información con valor decisivo para su empleo en la toma de decisiones de contenido y relevancia económica en

(51) TAPIA HERMIDA, Alberto J., “El Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia (agencias de ‘*rating*’)”, *RDBB*, núm. 116, 2009, pp. 306-313, en pp. 308 y ss.

el campo de los negocios⁽⁵²⁾; servicios orientados, en suma, hacia la producción y comercialización de “confianza específica”. Esta es la razón por la cual a dichos mercados de información se les atribuye una acentuada base reputacional en comparación con otros, y por la que una parte significativa de las acciones colectivas de los proveedores de este tipo de servicios, al margen de medidas regulatorias, tiene por finalidad preservar e incrementar la calidad y fiabilidad de los servicios y la percepción que el público pueda tener de la industria en general, es decir, la capacidad de generación de “confianza agregada”⁽⁵³⁾.

Una de las consecuencias que tiene basarse en información procedente de terceros en la toma de decisiones de contenido económico es que la estimación del riesgo es parcialmente dejada a dichos terceros. El término “terceros de confianza” expresa adecuadamente la mayor dependencia de tales entidades que voluntariamente asumimos en estos casos, y la correlativa mayor exposición a los resultados (positivos o negativos) de sus actos; lo cual descubre el mayor potencial dañino de este tipo de información: confiar en información errónea es fuente, no sólo de posibles decepciones, sino además de pérdidas patrimoniales.

En páginas previas hemos tratado de destacar los elementos del análisis que atañen a la cuestión a la que dedicaremos las páginas finales de este breve trabajo. Estimamos necesario, a la vista de las constataciones precedentes, plantearse el papel que las normas sobre responsabilidad civil extracontractual deben tener en los casos de informaciones erróneas o inexactas, tomando en cuenta el papel que la información desempeña en algunos mercados presentes y futuros, al que la ley no es ni mucho menos ajena. En concreto, resulta cada vez más clara la necesidad de analizar cómo debería funcionar y eventualmente evolucionar la aplicación de dichas normas en el contexto señalado⁽⁵⁴⁾. La responsabilidad por informaciones erróneas o inexactas en el marco de un contrato ha planteado tradicionalmente menos problemas en comparación

(52) Entre ellos deben incluirse, como se ha venido repitiendo, las agencias de *rating*, cuya práctica confesa es la de “emitir ratings antes de cada emisión de manera que los inversores los puedan usar en sus decisiones de compra” (t.p. de la “Issuer’s Guide to Moody’s Rating Process”, disponible en <http://www.moodys.com/moodys europe/mdcsHighlightsPage.aspx?mdcsId=1&template=ratingsservices§ion=ratingsservices>, visitado por última vez el 23 de abril de 2010; *vid.* igualmente *capit. op. cit.*, p. 71).

(53) Existe un encendido debate entre la comunidad académica sobre la efectiva base reputacional del mercado de *ratings* (calificaciones crediticias). Si bien la controversia se refiere en concreto a la cuestión de si en la actualidad puede todavía apreciarse semejante característica, parece existir un amplio acuerdo en admitir que tal ha sido el caso desde que surgieron este tipo de servicios (en concreto la calificación de deuda) hasta hace algunas décadas (*vid.* PARTNOY, Frank, “The Siskel and Ebert of Financial Markets?...”, *op. cit.*, pp. 623-624, 628 y ss., 639-641, 664 y ss., 681 y ss.; HILL, Claire A., “Regulating...”, *op. cit.*, pp. 65 y ss.; COFFEE, John C. Jr., *Gatekeepers...*, *op. cit.*, pp. 288 y ss.).

(54) En similar sentido TAPIA HERMIDA, Alberto J., “La responsabilidad de las agencias de calificación crediticia (agencias de ‘rating’)”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 7, 2010, pp. 4 y ss.

a los que supone fuera de tales relaciones⁽⁵⁵⁾, y ello porque los inconvenientes y dificultades asociados a la especial naturaleza del suministro de información como acto dañoso quedan de alguna manera mitigados si se aborda como objeto de una obligación contractual⁽⁵⁶⁾. Si tornamos la mirada hacia la responsabilidad extracontractual por los daños causados por la información errónea las cosas se complican, y sin embargo, en el mercado de informaciones como los *ratings*, así como en los mercados dependientes de este tipo de información (claramente, los mercados de los activos calificados) las normas sobre responsabilidad civil extracontractual están llamadas a tener un papel mucho más crucial y determinante⁽⁵⁷⁾ que las contractuales si tenemos en cuenta las estructuras remuneratorias que la prestación de estos servicios arroja, los destinatarios de la información resultante y, por tanto, el colectivo de potenciales víctimas de daños patrimoniales⁽⁵⁸⁾. El estado de la legislación en este campo, por otro

(55) DEL OLMO GARCÍA, Pedro, “Responsabilidad por daño puramente económico causado al usuario de informaciones falsas”, *ADC*, tomo 54, fasc. I, enero-marzo de 2001, pp. 257-368; RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Teresa, “El tercero de confianza en el suministro de información. Propuesta de un modelo contractual para la sociedad de la información”, *ADC*, Vol. 63, núm. 3, 2010, pp. 1245-1284.

(56) RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Teresa, “Los contratos de suministro de información. Propuesta de un modelo contractual: clausulados en el tráfico internacional y principios uniformes”, *Anuario Euro-Peruano de Derecho del Comercio*, núm. 1/2004, Trujillo (Perú): Editorial Vallejiana, pp. 110-127.

(57) En consonancia con su poder real de mercado (en este sentido, TAPIA HERMIDA, Alberto J., “Crisis, regulación y supervisión de los mercados financieros. Reflexiones urgentes sobre el papel de los intermediarios que prestan servicios de inversión, las instituciones de inversión colectiva y las agencias de calificación crediticia”, *RMV*, núm. 5, 2009, pp. 55-69, en p. 67).

(58) Las agencias de *rating*, en su condición de proveedores de calificaciones en el contexto de los negocios, generalmente cubren necesidades relativas a la reducción de los costes asociados a la recopilación, interpretación y verificación de información (es decir, de costes de transacción) a través de su suministro en medida suficiente para alcanzar un determinado nivel de confianza respecto de la entidad emisora y del activo emitido, previamente a la toma de la decisión de invertir [PHILLIPS, Susan F.; RECHTSCHAFFEN, Alan N., “International Banking Activities: the Role of the Federal Reserve Bank in Domestic Capital Markets”, 21 *Fordham Int'l L. J.* 1754 (1997-1998), p. 1762]. En este sentido, la información cuya finalidad es precisamente reforzar tal confianza podría considerarse un bien accesorio respecto de otros principales, tales como los activos calificados. Desde este punto de vista y sobre la base de un análisis puro de oferta y demanda de información, lo que cabría esperar es que, tal como sucedía originariamente en el mercado de la calificación crediticia [G.P.V.: “Liability for Misstatements by Credit-Rating Agencies” (nota), 43 *Va. L. Rev.* 561 (1957)], la demanda y remuneración de tales servicios fuese realizada por quienes reciben la información, es decir, el inversor que en cada caso deseara emplearla en sus decisiones. Lo cierto es que, como resulta ampliamente conocido, por razones de eficiencia y de carácter operativo, son los emisores quienes solicitan la calificación de los activos emitidos. Y ello porque el carácter público de la información como bien permite alcanzar la finalidad perseguida a un coste menor, con un mayor aprovechamiento de las economías de escala asociadas a la reproducción y difusión de información, y evitando problemas de acción colectiva derivados de posibles conductas parasitarias. En todo esto reside la explicación del “cambio” acaecido en las estructuras

lado, no es el mismo en todos los sistemas jurídicos. Los sistemas basados en el *common law* cuentan con normas apreciablemente más desarrolladas y testadas para abordar el suministro de información como acto dañoso desde la óptica extracontractual que los basados en el Derecho civil. De hecho, mientras que los primeros cuentan ya y desde hace tiempo con supuestos de responsabilidad extracontractual por informaciones negligente o fraudulentamente falsas o inexactas tipificados en la ley, en los segundos normalmente tales supuestos deben abordarse bajo las normas generales sobre responsabilidad por daños derivados de actos culposos, desarrolladas pensando casi exclusivamente en acciones y daños físicos.

1. La responsabilidad de las agencias de calificación crediticia en la jurisprudencia

Aunque esta circunstancia tiene visos de cambiar en el futuro próximo⁽⁵⁹⁾, cuando se analiza la trayectoria de las agencias de *rating* en el mercado en el que nacieron como tales, el norteamericano, no deja de sorprender el escaso o nulo papel que han tenido las normas sobre responsabilidad extracontractual en los casos de alegada negligencia, incluidos los recientes episodios en la crisis financiera y económica. La responsabilidad de las agencias de *rating* frente a inversores posiblemente damnificados se ha venido planteando desde hace ya más de cincuenta años desde varios prismas. Uno de ellos es el criminal (administrativo), al amparo del Derecho regulatorio propio de los mercados financieros, y en relación con algunas formas de fraude tipificadas en el Derecho de los Estados Unidos, ámbito del que sin embargo las agencias de

remuneratorias del mercado de la calificación crediticia y que han dado lugar a la dinámica actual [*vid.* COFFEE, John C. Jr., *Gatekeepers...*, *op. cit.*, p. 286; ROSE, Amy K., “The Role of the SEC in the Regulation of the Rating Agencies: Well-Placed Reliance of Free-Market Interference?”, 20 *Seton Hall Legis. J.* 308 (1996); PARTNOY, Frank, “The Siskel and Ebert...”, *op. cit.*, pp. 652-653]. El señalado cambio, sin perjuicio de su lógica económica, se explica también si se toma en cuenta que la información suministrada por las agencias de *rating* tiene como finalidad la generación de confianza, y más concretamente, como se ha dicho en varias ocasiones, la confianza necesaria para invertir. En tales casos y escenarios, tan importante como la información y su calidad es la reputación y fiabilidad de la entidad que la suministra, lo cual invierte la lógica de la estructura del mercado: desde el momento en que las entidades que suministran información comercializan, no solo eso, sino su reputación, quienes demanden la información para su posterior introducción y difusión en el mercado serán, no sus destinatarios, sino los oferentes de los productos calificados. Son ellos, desde esta perspectiva, quienes tendrán un mayor interés en que sus posibles inversores cuenten con dicha información y quienes por tanto toman la iniciativa para que ello sea así. Lo que esto supone, en el contexto de nuestro análisis, es que las personas que en su caso pueden sufrir los daños derivados del posible carácter erróneo o inexacto de la información, por confiar en ella y sobre dicha confianza tomar determinadas decisiones, no mantienen vínculo contractual alguno con la entidad o entidades que la suministran, y cualesquiera conflictos con este trasfondo, por tanto, deberán solventarse al amparo de las normas sobre responsabilidad extracontractual.

⁽⁵⁹⁾ La proyectada *Restoring American Financial Stability Act of 2010*, además de incrementar las medidas de control sobre las agencias de *rating*, se muestra proclive a incrementar su exposición a responsabilidad patrimonial (en concreto, *vid.* Sec. 933).

rating están prácticamente al margen⁽⁶⁰⁾. Fuera de dicho ámbito, pues al fin y al cabo no es el que nos interesa, las agencias de *rating* han sido objetivo de acciones para la reclamación de responsabilidad extracontractual de forma muy esporádica, y con éxito nulo. Los expedientes a los que se recurre para negar la responsabilidad patrimonial extracontractual de estas entidades son varios, y lo más llamativo es que cuentan con fundamentos de muy variada índole que, nos atrevemos a apuntar, revelan una concepción cuanto menos desactualizada de lo que hacen y de su papel en el mercado, tal como lo hemos descrito en páginas previas. En el fondo de todos los razonamientos late la clara aversión del *common law* hacia la responsabilidad por informaciones falsas o inexactas, no sólo por la naturaleza del acto dañoso (discurso al fin y al cabo), sino igualmente por el carácter necesariamente económico de los daños susceptibles de ser causados por una calificación crediticia equivocada⁽⁶¹⁾. Aunque el perfil de los

(60) Las acciones con este fundamento y orientación han tenido nulo impacto en las agencias de calificación crediticia, quizá a la vista de su escaso éxito en relación con la responsabilidad de auditores y contables (*vid. Rocco DiLeo and Louise DiLeo v. Ernst & Young*, 901 F2d 624, pp. 628-629; *Melder v. Morris*, 27 F.3d 1097, pp. 1099 y ss.). En esta línea, la propia normativa de la SEC mitiga la responsabilidad que las agencias acreditadas (NRSROs) podrían verse abocadas a afrontar por los *ratings* necesarios para ciertas emisiones y en tal sentido incluidos en los prospectos o folletos preceptivos bajo la *Securities Act* de 1933, al establecer expresamente que los *ratings* relativos a obligaciones convertibles o no convertibles, o a acciones preferentes, no son considerados parte de las comunicaciones registradas en la SEC previamente a su emisión, quedando por tanto al margen de la responsabilidad que por el contenido de dichas comunicaciones establece la regulación administrativa (*vid. CFR*, Título 17, § 230.436; *vid. igualmente* observaciones de PARTNOY, Frank, “The Siskel and Ebert...”, *op. cit.*, p. 691). Un estudio de la posible responsabilidad penal y administrativa, además de civil, de las agencias de *rating* puede encontrarse en TAPIA HERMIDA, Alberto J., “La responsabilidad de las agencias...”, *op. cit.*

(61) Dadas las características y contexto de los servicios de las agencias de calificación crediticia, los daños que pueden derivarse de su actividad serán necesariamente de carácter puramente económico. En el ordenamiento norteamericano la responsabilidad por afirmaciones falsas o erróneas que resulten en daños físicos se ha sometido con carácter general a las normas sobre responsabilidad extracontractual por negligencia, mientras que los casos en los que el daño es puramente económico han venido siendo objeto de normativa más específica progresivamente desarrollada en la jurisprudencia [FLEMING, James; GRAY, Oscar: “Misrepresentation — Part I”, 37 *Maryland L. R.* 286 (1977), pp. 306-307]. En ello tiene mucho que ver el especial escrúpulo que el *common law* ha mostrado tradicionalmente respecto de la indemnizabilidad de los daños puramente económicos. Es cierto que este escrúpulo encontró una de sus primeras excepciones precisamente en el campo de la responsabilidad por informaciones falsas o inexactas en los Estados Unidos de América, en concreto en *Glanzer et al. v. Shepard et al.* (233 N. Y. 236, caso en el que el comprador de una cantidad de judías reclamaba la indemnización del daño sufrido como consecuencia del pago de su precio calculado sobre una cantidad expresada en la certificación emitida por el demandado, cantidad que resultó ser errónea y superior a la efectivamente recibida por el demandante), y en el ámbito británico en *Hedley Byrne & Co. Ltd. v. Heller & Partners, Ltd.* [(1963) 1 Lloyd’s Rep. 485, en adelante *Hedley v. Heller*, caso en el demandante reclamaba los daños derivados del impago de ciertas obligaciones de la entidad con la que mantenía ciertas relaciones contractuales, relaciones que en un momento dado decidió mantener a raíz de la confianza inspirada por la información suministrada por el demandado, el banco del deudor incumplidor, que lo describía como una entidad en buen estado de solvencia]. Ciertamente es también, sin embargo, que este tipo de responsabilidad, desde su

casos, y las normas en cada caso invocadas varían, salta a la vista la clara preferencia de los tribunales por dejar a estas entidades al margen de la responsabilidad típica derivada de las afirmaciones negligentemente erróneas. De todos los empleados, el argumento probablemente más extremo es el basado en el recurso a la Primera Enmienda de la Constitución de los Estados Unidos, para considerar que los *ratings* son opiniones que por tanto merecen la protección propia del derecho a la libertad de expresión⁽⁶²⁾. Otros, ubicada la discusión de manera más concreta en el campo de la responsabilidad patrimonial por daños derivados de informaciones falsas o inexactas, basculan sobre los requisitos necesarios para su existencia.

Tales requisitos exigen, en primer lugar, que la información sea suministrada en un contexto comercial o, más ampliamente, en el marco de una actividad profesional⁽⁶³⁾. En segundo lugar, que pueda apreciarse negligencia, bien en la recopilación, bien en la comunicación de la información, de forma que la información resulte ser falsa o en alguna medida inexacta. Adicionalmente y en tercer lugar, que la información haya sido suministrada con el objeto de orientar a un limitado grupo o clase de

reconocimiento, siempre ha sido apreciada en condiciones muy restringidas y con una precaución extrema, pues, recurriendo a la clásica cita de CARDOZO, C.J. en *Ultramares Corp. v. Touche et al.* (255 N.Y. 170, p. 179), lo contrario supondría el riesgo de quedar expuesto, por el mero suministro de información y por causa de su naturaleza y fácil difusión, a una responsabilidad “por una cantidad indeterminada, durante un tiempo indeterminado y frente a un colectivo indeterminado”.

(62) El desarrollo de esta línea argumentativa puede encontrarse en *Jefferson County School District No. R-1 v. Moody's Investor's Services, Inc.* (988 F. Supp. 1341), en el que el demandante, emisor de deuda, reclamaba la indemnización de los daños alegadamente causados por el demandado por causa de un *rating* (no solicitado y) negativo de los valores emitidos (el daño alegado se correspondía con el incremento del tipo de interés ofrecido que fue finalmente necesario realizar para la colocación de los valores), sobre las normas de responsabilidad extracontractual por interferencia intencionada en relaciones contractuales ajenas y responsabilidad por daños derivados de la difusión de información falsa injuriosa (bajo la *Sherman Act*, USCS, Título 15). El Tribunal de Distrito rechaza las alegaciones de la demandante esencialmente por considerar, en una concepción de las agencias de *rating* como entidades cercanas a editores y medios de comunicación, que los *ratings* son opiniones que por tanto caen bajo el ámbito de protección de la Primera Enmienda de la Constitución (USCS Const. Amend. 1), pero, curiosamente, como principio también protector de la libertad necesaria para mantener la integridad del mercado de deuda (“(t)he bond market depends in large measure upon the free, open exchange of information concerning bond issues and the First Amendment is ultimately the best guarantor of the integrity of the bond rating system”). Crítico con este argumento jurisprudencial se muestra también TAPIA HERMIDA, Alberto J., “La responsabilidad de las agencias...”, *op. cit.*, p. 15.

(63) *Vid.* por ejemplo la Sec. 522 *the Restatement 2nd on Torts* (American Law Institute, en adelante Rest. 2nd), así como, en el ordenamiento inglés, *Hedley v. Heller* (p. 487); en sentido más restrictivo se expresa este requisito en *Mutual Life and Citizen's Assurance Company Ltd. and the M.L.C. Ltd. v. Evatt* [(1970) 2 *Lloyd's Rep.* 441, pp. 447-447]. *Vid.* igualmente JONES, Michael A., *Textbook on Torts*, Oxford: Oxford Univ. Press., 2002, octava ed., pp. 111-112; MARKESINIS, Basil; DEAKIN, Simon, *Tort Law*, Oxford: Oxford Univ. Press, 2003, quinta ed., pp. 116-117).

personas en el marco de una transacción por ellas prevista⁽⁶⁴⁾. En cuarto lugar, que el damnificado, siendo una de tales personas, haya efectivamente completado la transacción prevista, sobre la base de la confianza razonablemente depositada en la información; y, por último, que como consecuencia de dichas confianza y transacción haya sufrido un daño económico⁽⁶⁵⁾.

En las escasas sentencias que de algún modo plantean la responsabilidad de las agencias de *rating* desde la óptica de la responsabilidad civil por negligencia, las soluciones coinciden en apreciar la ausencia de alguno de los requisitos necesarios, si bien con algunas variantes. En algunos casos la línea seguida apunta hacia la inexistencia misma de un *duty of care* (en la lógica del *tort of negligence* en el *common law*)⁽⁶⁶⁾,

(64) *Vid.* nuevamente Sec. 522 Rest. 2nd, par. 2, letra a. Bajo el *Restatement* (y en las jurisdicciones que acogen la Sección citada) este requisito exige la conciencia de que la información se solicita y produce para ser suministrada a un colectivo limitado de personas, que pueda ser identificado como tal sin necesidad de identificación de quienes lo integran, de cara a una posible transacción, aun cuando tales personas no sean quienes la soliciten ni paguen por ella. En la jurisprudencia inglesa este requisito ha sido analizado con especial cuidado, con resultados en sustancia equivalentes a los implícitos en el *Restatement*, y se considera plasmación de uno de los que generalmente se exigen para apreciar la existencia de un *duty of care* en el marco de la responsabilidad extracontractual por culpa, la *proximity* [*vid.* evolución de este requisito en *Hedley v. Heller*, pp. 490, 492, 497-499, 501, 515, 520; *Smith v. Eric S. Bush (A Firm)* y *Harris & Another v. Wyre Forest District Council & Anor (1955-95) P.N.L.R.* 467; así como en una de las más paradigmáticas y controvertidas sentencias de la House of Lords en materia de responsabilidad por información inexacta, y más concretamente sobre la responsabilidad de los auditores, *Caparo Industries Plc. v. Dickman and Others (1990) 2 A.C.* 605, pp. 620-622, 650-652].

(65) Estos dos últimos requisitos son los que en buena medida (y junto con el carácter falso o inexacto de la información) condensan el más general que se resume en la relación de causalidad entre el acto negligente de la persona responsable y el daño. La causalidad en los casos de daños derivados del suministro de información falsa o inexacta, dada la naturaleza del acto dañoso y en clara diferencia respecto de las acciones físicas como fuente de daños, requiere el descrito proceso bifásico, en el cual el damnificado confía en la información recibida [CANE, Peter F., "The Basis for Tortious Liability", *Essays for Patrick Atiyah*, Peter Cane y Jane Stapleton (Ed.), Oxford: Clarendon Press, 1991, pp. 355, 360; FLEMING, James; GRAY, Oscar: "Misrepresentation—Part II", 37 *Maryland L. R.* 518, 1978], y a raíz de dicha confianza toma la decisión de emprender una determinada acción (*e.g.*, la celebración de un contrato) de la que finalmente, y de forma más inmediata, resulta un daño.

(66) En este sentido *vid.* *First Equity Corporation of Florida, Robert Cornfeld and Floyd Watkins v. Standard & Poor's Corporation* (670 F. Supp. 115). En dicho caso el acto dañoso alegado no era concretamente un *rating*, pero se trataba de información relativa a una emisión incluida en una de las publicaciones de la entidad demandada. Los demandantes eran suscriptores de la señalada publicación, en la cual se hizo figurar un sumario de las condiciones de cierta emisión de deuda. El sumario resultó ser erróneo por variar parte de las condiciones reales (en concreto, las condiciones de conversión de dicha deuda en capital y la relación de canje). Los demandantes decidieron invertir basándose en la información publicada, y en el momento de la conversión, bajo las condiciones efectivas de la deuda, sufrieron daños económicos a resultas de la diferencia entre éstas y las descritas en el sumario. El Tribunal desestima la demanda sobre la base de las normas aplicables a editores y medios de comunicación escrita, conforme a los cuales "está ampliamente reconocido que faltando un contrato, una relación fiduciaria o la intención de causar daño, el editor de un periódico no es responsable frente a un miembro

mientras que en otros, en cambio, aun entrando en el análisis de una posible responsabilidad y por tanto implícitamente aceptando semejante deber, no se admite la relación de causalidad entre el *rating* y el daño sufrido por un inversor a causa de la alegada confianza en él, por entenderse que tal confianza no es razonable⁽⁶⁷⁾.

2. Análisis de la calificación crediticia bajo las normas sobre responsabilidad extracontractual por negligencia

Los problemas que plantea el análisis de la responsabilidad por daños derivados de informaciones falsas en el *common law* creemos que no son muy diferentes de los que se plantean en normas del Derecho civil, tales como nuestro 1902 Cc. En particular, los tres elementos que requiere nuestra norma (acción u omisión mediando culpa o

del público por una información negligentemente falsa” (t.p. del texto, p. 117). Con ello, por tanto, el Tribunal rechaza la aplicación de la Sec. 522 *Restatement* 2nd (pp. 117-118). En el mismo caso en apelación (869 F.2d 175), el Tribunal confirma la “inmunidad” de quien difunde información financiera frente a la responsabilidad extracontractual por informaciones negligentemente falsas no difamatorias. Para ello precisa además que el caso “cae en algún lugar entre el de los contables, el cual supone normalmente la difusión de un informe relativo a una única compañía entre un público interesado, integrado sobre todo por profesionales, y el caso de un periódico, el cual supone la difusión de informaciones relativas a numerosas materias entre el público en general”, y que sin embargo debe regirse por las normas propias del segundo de los supuestos, negando con ello la admisibilidad de la responsabilidad del titular de una publicación como la de autos frente a sus suscriptores (p. 179). Por si fuera poco, el Tribunal parece insinuar también que la confianza depositada por éstos en el contenido de la publicación no resulta razonable, pues “los usuarios pueden protegerse fácilmente de informaciones falsas o inexactas con sólo examinar los documentos originales o los prospectos exigidos por la normativa federal”, y finalmente apunta hacia razones más políticas que técnicas al aclarar que, de admitirse semejante responsabilidad, “el riesgo de litigación frívola o incluso fraudulenta sería alto, y el coste de la defensa incluso con éxito puede ser prohibitivo si los editores han de ser expuestos a la instrucción (*discovery*) y el juicio por razón de la mera alegación del demandante de que confió en un sumario erróneo” (t.p. del texto en p. 180, en orden inverso).

⁽⁶⁷⁾ *Maurice L. Quinn v. The McGraw-Hill Companies, Inc.* (168 F.3d 331). En dicho caso el accionista principal de una entidad bancaria, como subrogado de la propia entidad, demandó a una sociedad de *rating* por los daños sufridos a causa de una calificación errónea de ciertos valores emitidos por un fondo de titulización de deuda hipotecaria (CMO). La entidad bancaria adquirió los dichos valores a través de la intermediación de un corredor, alegadamente sobre la confianza depositada en el *rating* emitido por la demandada, *rating* que fue subsiguientemente rebajado, antes de que finalmente los valores emitidos perdiesen su valor a causa del impago de parte de los créditos integrados en el activo del fondo. El Tribunal de Distrito señala de forma expresiva que el demandante no probó que su confianza en el *rating* emitido por la demandada había sido razonable, entre otras razones (parte de los créditos incluidos en el activo del fondo estaban ya vencidos e impagados en el momento de la adquisición) porque la propia demandada aclaraba en una de sus comunicaciones que la calificación no es una recomendación para comprar, vender o mantener ningún valor, y que está en cualquier caso sujeta a revisión o retirada (p. 336).

negligencia, relación de causalidad y daño⁽⁶⁸⁾) encuentran clara correspondencia en los anteriormente mencionados. El más complejo, desde luego, es el relativo a la relación de causalidad entre la acción negligente desplegada por quien suministre información y el daño. Lo que suele medirse en la eficacia causativa de un acto respecto de un daño determinado, con arreglo a diversas teorías, en los casos que estamos analizando requiere, en primer término, que la información suministrada sea falsa o inexacta en alguna medida⁽⁶⁹⁾; en segundo término, el proceso que abarca la recepción de la información por parte del damnificado y la confianza efectiva o de hecho del damnificado en la suficiencia, corrección y veracidad de la señalada información⁽⁷⁰⁾; en tercer lugar, el carácter razonable o justificado de tal confianza⁽⁷¹⁾ (pues en caso contrario probablemente la causa del daño bajo este prisma pasaría a ser la negligencia del propio damnificado); y por último una acción emprendida por el damnificado sobre la base de dicha confianza que resulte en la producción de daños.

El análisis de la responsabilidad de las agencias de *rating* por calificaciones negligentemente erróneas, además, plantea ciertos problemas específicos. Uno con poca dificultad, y que en cierta medida late en algunos de los casos norteamericanos, es el de la exacta naturaleza de la información que suministran, pues la misma condiciona subsiguientes cuestiones tales como la valoración de su grado de veracidad, corrección o exactitud, o de la medida en que la confianza en ella depositada puede considerarse razonable o justificada. En este sentido, no resulta claro hasta qué punto dicha información puede considerarse, al menos parcialmente, una afirmación de carácter material o de hecho (tal como exigen las normas y jurisprudencia hasta aquí citada) o una mera opinión, tomando en cuenta que se trata además de información expresada en símbolos extraídos de una escala (en el *rating* de deuda, como en otras muchas actividades de calificación)⁽⁷²⁾. Un segundo punto conflictivo deriva de la dinámica propia de la emisión y “vida” de las calificaciones crediticias. Los *ratings*

(68) *Cit.* por todos DÍEZ-PICAZO, Luis, *Derecho de daños*, Madrid: Civitas, 1999, pp. 41, 287-290, 323 y ss. y 361. Obviamos, sin ánimo de tomar partido en la cuestión, el controvertido requisito de la antijuridicidad del acto dañoso, defendido por parte de la doctrina civilista española (*vid.* BUSTO LAGO, José Manuel, *La antijuridicidad del daño resarcible en la responsabilidad civil extracontractual*, Madrid: Tecnos, 1998, pp. 45, 184 y ss., 195 y 196; ROGEL VIDE, Carlos, *La responsabilidad civil extracontractual en el Derecho español*, Madrid: Civitas, 1977, p. 61).

(69) Nuevamente en el marco del *common law*, SPEISER, Stuart M.; KRAUSE, Charles F.; GANS, Alfred W., *The American Law of Torts*, Rochester: CBC, 1992, vol. 9, pp. 295, 309; ABRAHAM, Kenneth S., *The Forms and Functions of Tort Law*, Nueva York: Foundation Press, 2002, segunda ed., p. 264.

(70) SPEISER, Stuart M.; KRAUSE, Charles F.; GANS, Alfred W., *The American Law...*, *op. cit.*, pp. 309-310, 312.

(71) MARKESINIS, Basil; DEAKIN, Simon, *Tort Law*, *op. cit.*, p. 120; SPEISER, Stuart M.; KRAUSE, Charles F.; GANS, Alfred W., *The American Law...*, *op. cit.*, pp. 326-327.

(72) Supuesto este en el que por lo general se admite únicamente la responsabilidad cuando hay ánimo de fraude o intencionalidad (*vid.*, *e.g.*, Secs. 538 a 543 *Rest. 2d*).

pueden ser de primera emisión o de actualización (“*ongoing rating*”, rebajas⁽⁷³⁾, incremento o mantenimiento). La diferencia entre unos y otros puede resultar relevante en la determinación de la existencia de confianza efectiva o de hecho para la toma de decisiones (a la vista, en particular, de la multitud de factores que pueden influir en las posibles decisiones relativas a la adquisición de valores en el mercado o su conservación).

Aunque, a la vista de lo anterior, desde el punto de vista técnico efectivamente la actividad de las sociedades de *rating*, el peso que su información tiene en el mercado, así como el uso del que es objeto plantean muchas dificultades por sus muy diferentes connotaciones y su también variada dinámica, hay una primera advertencia que, sin embargo, y precisamente por ello, el análisis hasta aquí realizado parece autorizar. Dicha advertencia es que la aplicación de las normas sobre responsabilidad extracontractual, si bien puede plantearse desde una perspectiva de política jurídica, no puede descartarse a priori por referencia a valoraciones de carácter general, pues ello supondría sustraer a este tipo de entidades a nivel institucional del deber que todos tenemos de no dañar a otros con nuestros actos negligentes.

Al contrario, la política jurídica respecto de las agencias de calificación crediticia debe ser más elaborada y desde luego tomar en cuenta la relevancia que adquiere y la mecánica a la que obedece desde diferentes puntos de vista el hecho de implicarse en el suministro de información en algunos mercados. Retornando a los puntos básicos de nuestra disección de los mercados altamente dependientes de la información de terceros, en el caso de las agencias de *rating* hemos visto cómo los esfuerzos legislativos y regulatorios a ambos lados del Atlántico han estado claramente sesgados por la percepción que el legislador tiene de las agencias de *rating* como parte de la arquitectura al servicio de la “confianza sistémica”, con la consiguiente orientación de las normas hacia medidas preventivas. Sin perjuicio de la conveniencia y eficacia de semejante estrategia y de cada una de las diferentes opciones posibles a este nivel, un complemento necesario debe siempre existir en las normas sobre responsabilidad civil. Las razones son varias.

Así, en primer lugar, está claro que las agencias de *rating* pueden incurrir en negligencia en la recopilación, interpretación y el suministro de información, y que pueden con tales actos causar daño a terceros. Cuestión diferente es cómo y hasta qué punto todos y cada uno de los requisitos de la responsabilidad civil extracontractual deberían funcionar respecto de la actividad de estas entidades, especialmente tomando en cuenta las diferentes formas y los distintos contextos en los que pueden realizar sus actividades, la naturaleza compleja de la información que procesan y sintetizan, el formato estandarizado en que la presentan y los recipientes de la misma. En lo que a esto respecta, si valoramos las dificultades anteriormente señaladas en el plano técnico tal como el mercado, por ejemplo, las muestra, parece necesario, primeramente, el

(73) La importancia de sus efectos puede ilustrarse con las recientes rebajas de la calificación de deuda pública de algunos países europeos. Al respecto, véase el análisis de TAPIA HERMIDA, Alberto J., “La responsabilidad de las agencias...”, *op. cit.*, en particular pp. 13 y ss.

análisis de los *ratings* para determinar qué proporción de los mismos pueden ser sometidos, a pesar de ser apreciados en su conjunto como una evaluación de calidad, a la consideración de afirmaciones de hecho⁽⁷⁴⁾. Un paso necesario también obliga a fijar criterios para valorar la posible negligencia de las agencias, quizá circunscrita ya a las actividades enmarcadas en el área de la información identificada como relevante en el marco de las normas sobre responsabilidad extracontractual. En este aspecto ha de reconocerse desde luego mucho peso a la disciplina y técnica consolidada por la industria, como parte del modelo pericial a aplicar, incluidos los códigos y patrones promovidos de forma colectiva, así como los manejados de manera particular por cada una de las agencias (en este punto, de todos modos, teniendo presente que si bien la violación de las normas de la casa ha de ser negligencia, su respeto no es necesariamente diligencia, pues el modelo en nuestro 1902 Cc como se sabe es de carácter objetivo⁽⁷⁵⁾), así como las normas que la ley pueda imponer a esta o a otras profesiones asimiladas (e.g., plan contable y valoración). Si bien se trata de prácticas negadas sistemáticamente por las agencias de *rating*⁽⁷⁶⁾, la actualidad proporciona algunos ejemplos de conductas que pueden entenderse negligentes y que parecen incrementar el riesgo de que la información producida sea errónea o cuanto menos inexacta, y que suponen el acceso de los emisores a los criterios para la elaboración de *rating* en grado suficiente para manipular el resultado, incluso ante la limitada capacidad de las propias agencias para valorar determinados productos⁽⁷⁷⁾. Del mismo modo, las cuestiones relativas a la causalidad, y al más conflictivo de sus elementos, la razonable

(74) Se trata esta de una tarea que conlleva ya de partida enormes dificultades, pero lo cierto es que, tal como se desprende del acervo relativo a los criterios y metodología empleados en los *ratings*, la información empleada y valorada puede entenderse concentrada en dos polos. El primero es el relativo a las cualidades objetivas del emisor y de los activos emitidos (estado patrimonial del primero en función de la información contable y su comprobación, y cualidades del segundo, no sólo en función de sus condiciones, sino de los aspectos relativos al emisor). El segundo es el que bascula sobre la consideración de los activos emitidos en función de las circunstancias externas (situación del mercado, condicionantes económicos, fiscales y políticos, etc.) a las que se enfrentan tanto éstos como el emisor y su evolución prevista (*vid.*, e.g., “Moody’s Rating Methodology. Global and Integrated Oil & Gas Industry”, pp. 6 y ss., disponible en http://v3.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_121399, visitado por última vez el 23 de abril de 2010). Parece razonable pensar que mientras los primeros aspectos pueden acercarse, como en el caso de la información comprobada y procesada por los auditores, a información de carácter material, los segundos, de orientación necesariamente prospectiva, no exceden del ámbito de las opiniones. El problema por supuesto está en determinar en qué medida un *rating* “AA+” es erróneo porque la información perteneciente al primero de los focos también lo es, y sin embargo los informes que acompañan y justifican los *ratings* emitidos o sus actualizaciones pueden arrojar bastante luz al respecto.

(75) DÍEZ-PICAZO, Luis, *Derecho de daños*, *op. cit.*, pp. 235, 236 y 360.

(76) *Vid.*, e.g., *In re Fitch Inc., American Savings Bank, FSB, v. UBS Paine Webber, Inc.*, 330 F.3d 104, en p. 110.

(77) “Rating Agency Data...”, *cit. supra* nota 43: “As part of its inquiry, the panel made public 581 pages of e-mail messages and other documents suggesting that executives and analysts at rating agencies embraced new business from Wall Street, even though they recognized they couldn’t properly analyze all of the banks’ products”.

confianza de hecho, exigen un esfuerzo que sepa diferenciar los diferentes perfiles de los casos de daños económicos supuestamente derivados de *ratings* erróneos o inexactos, para poder determinar cuándo efectivamente ha habido confianza, y sobre todo cuándo esa confianza está justificada o puede entenderse razonable. Hay argumentos que claramente refuerzan la admisión de que la confianza depositada por los inversores en los *ratings* es razonable (notoriamente, el hecho de que esa confianza adquiere cierto carácter público desde el momento en que la propia normativa reglamentaria se apoya en los *ratings*, al menos en lo que respecta a los emitidos por entidades también reconocidas o acreditadas por las autoridades de control⁽⁷⁸⁾). Sin embargo esto depende igualmente de otras cuestiones: carácter del *rating* supuestamente empleado (y aquí deben tenerse presentes las diferencias entre los *ratings* de primera emisión y los de actualización y las connotaciones que, como previamente hemos puesto de manifiesto, cada uno conlleva), existencia de más de un *rating* relativo al producto emitido, posición de la agencia de *rating* en el marco de la operación o inversión realizada, etc.⁽⁷⁹⁾.

Si, en una segunda instancia, nos situamos nuevamente en el plano de la política jurídica, parece ingenuo seguir asimilando desde un ángulo institucional a las entidades de *rating* con empresas o entidades editoriales o medios de comunicación, a los efectos de considerar la exposición a la responsabilidad por negligencia como un límite a la libertad de expresión⁽⁸⁰⁾, o desde luego cerrar la puerta a la responsabilidad extracontractual de estas entidades ante el riesgo de que se incremente la litigación “frívola” (argumento que ya de por sí es bastante frívolo e irritante). Además de las razones hasta aquí apuntadas, es necesario tomar conciencia de cómo las informaciones como las calificaciones crediticias pueden ser determinantes en la generación de la “confianza específica” de la que dependen determinadas transacciones. En este sentido, una herramienta siempre necesaria para distribuir daños cuando las circunstancias

(78) *Vid. supra* apartado 4.

(79) En aplicación de todos estos criterios, por ejemplo y al margen de casos de fraude, resulta realista pensar que la responsabilidad de las agencias de *rating* será más viable en el marco de la calificación inicial (*rating* de emisión) de productos complejos emitidos en operaciones puntuales y a un público limitado (quizá inversores institucionales), en los que quede suficientemente patente que el *rating* ha tenido un papel importante en la transacción. Ello, por supuesto, siempre que concurren también negligencia y daño. Un análisis también general de los requisitos para la responsabilidad extracontractual por informaciones falsas difundidas en el mercado, centrado en particular en las sociedades de clasificación de buques, puede encontrarse en ALBA FERNÁNDEZ, Manuel, “Establishing Causation in Tort Liability of Classification Societies: What can a Civil Law Mind Learn from American and English Cases?”, *Il Diritto Marittimo*, fascículo II (Dottrina); abril-junio de 2006, pp. 339-381.

(80) En este sentido apunta de forma muy tímida la sentencia *In re Fitch Inc.*, en la que, enmarcando el conflicto en un recurso de la agencia de *rating* implicada contra una de las medidas tomadas en la instrucción por el departamento fiscal y basado en la protección legislativa que frente a tales medidas por parte de la administración se reconoce a periodistas y medios de comunicación escrita en la legislación estatal neoyorquina, el Tribunal concluye que el fiscal “no abusó de sus facultades discrecionales al estimar que Fitch no estaba legitimada para invocar el privilegio de los periodistas respecto de la información en cuestión” (con todo, el Tribunal también se toma la precaución de aclarar que no fue su intención “decidir cuál es la posición general de una agencia de *rating*” bajo la legislación discutida, cuestión que, señala, prefirió “dejar para otro día”, t.p. del texto en p. 111).

así lo determinan debe buscarse en las normas sobre responsabilidad civil. Ello porque, en la medida en que el mercado demanda este tipo de confianza y, por tanto y como hemos dicho, existe oferta de “confianza específica”, la protección de su valor a través de algo tan arraigado en nuestra cultura jurídica, y quizá obvio, como la imputación de pérdidas causadas sobre la base de la negligencia se convierte en necesario para mantener la deseada protección de la seguridad del tráfico: las víctimas de la confianza razonablemente generada por la reputación acumulada por las agencias de *rating*, fuente en mayor o menor medida de su negocio, deben, como “terceros que confían”, tener un mínimo acceso a la reparación de las pérdidas cuando tal confianza se ve defraudada por la negligencia de quien comercia con ella. Este es un principio que entendemos debe estar presente en los mercados del futuro, en tanto muchos de ellos serán altamente dependientes de información y de terceros de confianza.

VI. CONCLUSIÓN

En los mercados actuales, como muy probablemente en los que emerjan en el futuro, la información adquiere un valor e importancia crecientes. La razón de esta circunstancia no es otra que el hecho de que la información es el principal determinante de la confianza que inspiran a los operadores en dichos mercados las diferentes opciones negociales; confianza que resulta ser a su vez uno de los estímulos esenciales del tráfico comercial. Dentro de la confianza necesaria para afrontar y comprometerse en una transacción en concreto hemos distinguido la que hemos denominado “confianza sistémica”, generada por la propia arquitectura del mercado y su marco estructural y normativo, y la llamada “confianza específica”, la confianza relativa a los bienes y las personas involucrados en una posible transacción, y que, por tanto, ha de dar la medida del intercambio previsto y de los resultados esperados. Esta confianza específica depende en buena proporción, en muchos de los mercados actuales, de la información suministrada por entidades privadas que de forma especializada y con carácter oneroso suministran dicha información y, en su caso, la difunden, precisamente con el objeto de superar o disminuir los costes de transacción que impondría la recopilación, proceso y verificación de la misma. Los terceros de confianza, en tal sentido y en función de la reputación y credibilidad acumuladas, funcionan como intermediarios reputacionales y de confianza.

Aplicadas todas estas ideas al caso que en concreto ha centrado las páginas precedentes, hemos podido comprobar cómo las agencias de *rating* nacieron de manera espontánea como terceros de confianza especializados en la calificación de deuda y en el suministro bajo demanda de la información resultante de la misma, de manera estandarizada y sintetizada. A partir de un determinado momento, sin embargo, la estructura remuneratoria del mercado cambió, pues fueron los emisores de activos quienes comenzaron a solicitar el *rating* de sus emisiones, y la política legislativa específicamente inspirada por estas entidades comenzó a aproximarlos desde la perspectiva estructural, hasta integrarlos en la arquitectura destinada a la preservación de la confianza sistémica de los mercados en los que intervienen.

Ello dejó desatendida desde un ángulo de política jurídica, legislativa o jurisprudencial, la función que determinó su nacimiento, la de generar o reforzar la confianza

específica en las transacciones para la inversión en valores o activos calificados, y, en particular, relegó a un segundo plano, casi ignorándolo, el recurso a una de las herramientas que el Derecho proporciona para preservar la confianza específica dependiente de la información de terceros, la normativa sobre responsabilidad civil extracontractual y su aplicación a los daños derivados de informaciones falsas, erróneas o inexactas.

Aun en la conciencia de las dificultades que el caso concreto de la información suministrada por las agencias de calificación crediticia plantea cuando es aproximado bajo las normas sobre la responsabilidad extracontractual, parece clara la necesidad, en primer lugar, de admitir que dichas normas han de ser aplicadas a esta y otras actividades consistentes en el suministro de información (pues no hay nada en la ley que constituya un obstáculo para ello); y en segundo lugar, y por tanto, la de plantear cómo nuestros principios en esta materia (menos elaborados que los de otros sistemas jurídicos) pueden funcionar a la vista de las diferentes circunstancias que pueden rodear la actividad de las agencias de *rating* y la situación de quienes han confiado o todavía confían en ellas. En este sentido, la protección de la confianza específica de hecho y de forma razonable inspirada por los *ratings* es una exigencia misma de la protección de la seguridad del tráfico en los mercados financieros.

CRÓNICA

LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS DE INVERSIÓN EN EL MERCADO INMOBILIARIO: EFECTOS DERIVADOS DE SU DEBER DE ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN EN UN MERCADO REGULADO ESPAÑOL, MIEMBRO DE LA UNIÓN EUROPEA O DEL ESPACIO ECONÓMICO EUROPEO

CARMEN ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA

*Profesora Contratada Doctor
Departamento de Derecho Mercantil
Universidad de Granada*

RESUMEN

En base al art. 4 de la Ley 11/2009, de 26 de octubre, se ha venido a disponer que si las Sociedades anónimas de inversión en el mercado inmobiliario quieren acogerse a la opción de poder aplicar un régimen fiscal especial, sus acciones deberán de estar admitidas a negociación en un mercado regulado español o en el de cualquier otro Estado miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo de forma ininterrumpida durante todo el período impositivo. Pero ahora bien, derivado de tal pretensión estas sociedades pasan a quedar sometidas a la normativa del mercado de valores. Como consecuencia de tal circunstancia surge la necesidad de analizar cuál es la incidencia que tiene en el estatuto jurídico de las Sociedades anónimas de inversión en el mercado inmobiliario su vinculación al régimen jurídico del mercado de valores, a efectos de poder advertir su avenencia o no con el régimen sustantivo específico que poseen, desde la identificación de la relación que les vincula al control público del mercado de valores, las obligaciones que les son impuestas desde tal sector del mercado, así como el proceso de realización de las funciones de supervisión, inspección y sanción sobre aquellos deberes.

Palabras clave: *Sociedades de inversión en el mercado inmobiliario, mercado de valores*

ABSTRACT

On the basis of art. 4 of Law 11/2009, October 26th, it is disposed that if Joint-Stock companies of Inversion in the real-state market want to opt for applying a special fiscal regime, their shares must be admitted to negotiation in the Spanish regular market or in the market of any other country which is member of the European Union or the European Economic Space in an interrupted way during the whole tax period. However, as a result of this pretension, these companies are submitted to the stock market regulation. As a consequence, the necessity to analyze the effects on the juridical statute of the Joint-Stock companies of inversion in the real-state market arises, and their entailment to the juridical system of the stock market, in order to notice the possible agreement with the substantial specific regime they hold, from the identification of the relationship which links them to the public control of the stock market, the obligations imposed from that section of the market, and the accomplishment process of the functions of supervision, inspection and sanction over those duties.

Key words: *Joint-Stock companies of Investment in the real-state stockmarket.*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
 - II. EL CONTROL PÚBLICO DEL MERCADO DE VALORES SOBRE EL FUNCIONAMIENTO DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS DE INVERSIÓN EN EL MERCADO INMOBILIARIO. LA BÚSQUEDA DEL EQUILIBRIO ENTRE LA TUTELA DE LOS INVERSORES Y LA LÓGICA EMPRESARIAL DE ORGANIZACIÓN.
 - III. EXIGENCIAS IMPUESTAS A LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS DE INVERSIÓN EN EL MERCADO INMOBILIARIO DESDE EL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES.
 1. **Relativas al régimen de sus acciones.**
 2. **Relativas a la transparencia contable, financiera y política.**
 3. **Relativas a las normas de conducta.**
 - IV. VÍAS PARA EL EJERCICIO DEL CONTROL PÚBLICO DEL MERCADO DE VALORES.
 1. **Régimen de supervisión e inspección: sujetos y competencias.**
 2. **Régimen sancionador.**
-

I. INTRODUCCIÓN

En base a la Ley 11/2009, de 26 de octubre, y con los objetivos de continuar con el impulso del mercado del alquiler en España elevando su profesionalización, facilitar el acceso de los ciudadanos a la propiedad inmobiliaria, incrementar la competitividad de los mercados de valores, dinamizar el mercado inmobiliario y procurar que el inversor obtenga una rentabilidad estable, se ha procedido a la creación de un nuevo instrumento de inversión destinado al mercado inmobiliario —y más en concreto al mercado del alquiler— a través del establecimiento de un nuevo tipo de sociedad mercantil.

En efecto, esta nueva categoría, denominada como Sociedad Cotizada de Inversión en el Mercado Inmobiliario (en adelante, SOCIMI), es un tipo de sociedad cuya actividad principal consiste en la inversión, directa o indirecta, en activos inmobiliarios de naturaleza urbana para su alquiler, incluyendo tanto viviendas como locales comerciales, residencias, hoteles, garajes u oficinas, entre otros.

Pero ahora bien, a efectos de que este nuevo modelo de inversión pueda proporcionar una adecuada respuesta frente a aquellos iniciales objetivos marcados, el régimen jurídico de las SOCIMI viene a establecerse, además de por el Texto Refundido

de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio (en adelante LSC), mediante un régimen sustantivo específico en el que el legislador ha venido a disponer que si éstas quieren acogerse a la opción de poder aplicar un régimen fiscal especial, sus acciones deberán estar admitidas a negociación en un mercado regulado español o en el de cualquier otro Estado miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo de forma ininterrumpida durante todo el período impositivo (art. 4 de la Ley 11/2009, de 26 de octubre).

En efecto, mediante esta exigencia se permite atender a aquellas pretensiones en tanto que redundan en el incremento de la negociabilidad de las SOCIMI, al facilitar así los procesos de inversión y desinversión en sus acciones y conducir, a la postre, a potenciar sus cauces de financiación externa con cargo al mercado de valores.

Pero también, derivado de tal pretensión, las SOCIMI pasan a quedar sometidas a la normativa del mercado de valores, que si bien da por supuesto el cumplimiento de las normas básicas de producción de los valores contenidas en la LSC, al ocuparse sólo de la distribución, implicará para ellas el cumplimiento de una serie de deberes jurídicos, y su consiguiente control público a través de su sujeción al régimen de supervisión, inspección y sanción efectuado por la CNMV.

Así pues, y como consecuencia de tal circunstancia, surge la necesidad de analizar cuál es la incidencia que tiene en el estatuto jurídico de las SOCIMI su vinculación al régimen jurídico del mercado de valores, a efectos de poder advertir su avenencia o no con el régimen sustantivo específico que poseen, desde la identificación de la relación que les vincula al control público del mercado de valores las obligaciones que les son impuestas desde tal sector del mercado, así como el proceso de realización de las funciones de supervisión, inspección y sanción sobre aquellos deberes. A resolver las citadas controversias irán dirigidas las siguientes líneas.

II. EL CONTROL PÚBLICO DEL MERCADO DE VALORES SOBRE EL FUNCIONAMIENTO DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS DE INVERSIÓN EN EL MERCADO INMOBILIARIO. LA BÚSQUEDA DEL EQUILIBRIO ENTRE LA TUTELA DE LOS INVERSORES Y LA LÓGICA EMPRESARIAL DE ORGANIZACIÓN

El precepto legal contemplado en el art. 4 de la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por el que las acciones de las SOCIMI deberán estar admitidas a negociación en un mercado regulado español⁽¹⁾ o en el de cualquier otro Estado miembro de la Unión

(1) En base al art. 31.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (en adelante LMV), se viene a establecer que son mercados regulados aquellos sistemas multilaterales que permitan reunir los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación, y que están autorizados y funcionan de forma regular, conforme a lo previsto en el capítulo 1 del título IV de la LMV, y en sus normas de

Europea o del Espacio Económico Europeo de forma ininterrumpida durante todo el período impositivo es una exigencia que facilita la financiación de la misma con cargo a recursos propios (acciones) o ajenos (obligaciones), posibilita la incorporación de nuevos inversores, contribuye a solucionar los problemas de construcción y arrendamiento del mercado inmobiliario al facilitar el acceso del pequeño ahorrador al sector inmobiliario permitiéndole beneficiarse de las ventajas que caracterizan a la propiedad inmobiliaria sin tener que realizar fuertes desembolsos de capital e incrementa las posibilidades de inversión en el mercado de valores.

Pero también, dado que por tal exigencia legal las SOCIMI comprometen el ahorro de miles de pequeños y medianos inversores en la negociación de los valores que emiten y que están admitidos en un mercado regulado, quedan permanentemente sometidos —además de la normativa societaria— a unas obligaciones adicionales y límites específicos procedentes del mercado de valores.

Esta sumisión de las SOCIMI al derecho del mercado de valores, y por ello su consiguiente adscripción al régimen de control, supervisión, inspección y sanción de la CNMV, se produce y queda justificada en dos ámbitos.

En primer término, en torno al interés público que se pretende proteger y que justifica la intervención. Ciertamente, se evidencia la necesidad de tenerse que procurar un adecuado control, en tanto que, cuando una institución puede afectar a miles de personas, su correcto y normal funcionamiento importa no ya sólo a los particulares implicados, sino también al poder público, por cuanto que hay que procurar una protección del inversor en aras de que se siga invirtiendo, condición esencial para que se produzcan los fenómenos de inversión y desinversión en el mercado, y puesto que cualquier irregularidad que se produzca no puede menos que trascender al orden público económico.

Pero también, y en segundo lugar, en base a su adscripción al mercado de valores. Esto se debe a que éste es el sector específico del mercado financiero para el que la CNMV, en calidad de órgano rector, está habilitada legalmente para operar en el ejercicio de su potestad en términos genéricos y abstractos por los arts. 13 y 15 de la ley marco de este sistema, esto es, la LMV⁽²⁾. En efecto, superada ya la explicación de la específica regulación exigida por la administración a determinados sujetos para operar en concretos sectores del mercado en virtud de la existencia de las denominadas relaciones especiales de poder, o de sujeción especial, dado que la generalización del

desarrollo, con sujeción, en todo caso, a condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad. Además, desde el apdo. 2 de la misma disposición legal se viene a precisar que los mercados regulados españoles reciben la denominación de mercados secundarios oficiales, y que serán considerados como tales las bolsas de valores, el mercado de deuda pública en anotaciones, los mercados de futuros y opciones cualquiera que sea el tipo de activo subyacente financiero o no financiero, el mercado de renta fija, así como cualesquiera otros de ámbito estatal, que se autoricen en el marco de las previsiones de la LMV, así como aquellos, de ámbito autonómico, que autoricen las Comunidades Autónomas con competencia en la materia.

(2) Pronunciándose sobre el carácter general de la habilitación legal conferida a la CNMV, *vid.* FUENTES LÓPEZ, M., *La comisión nacional del mercado de valores*, Lex Nova, Valladolid, 1994, pp. 55 a 58.

reconocimiento de estos vínculos entre la administración y los particulares conduce al debilitamiento y consiguiente invalidez de la figura, como ya ha sido destacado por varios autores⁽³⁾, es la existencia del ordenamiento sectorial del mercado de valores la que permite justificar que sea la CNMV la que ejerza la labor de la autoridad pública de tal sistema y que se le encomiende una potestad normativa que determine muchas especificaciones en este sector⁽⁴⁾. Así pues, lo que posibilita explicar la sujeción de las SOCIMI al régimen de control, supervisión, inspección y sanción de la CNMV es su pertenencia al ordenamiento del mercado de valores dada su condición de sociedad cotizada que negocia sus acciones en un mercado regulado. Esta circunstancia se debe a que las SOCIMI, por detentar tal naturaleza, padecen una sumisión subjetiva, permanente y amplia al derecho del mercado de valores. En efecto, es subjetiva y permanente porque su condición implica el cumplimiento de una serie de deberes jurídicos con independencia de que se realice una operación de emisión de valores en un determinado momento, pero, además, también su sumisión tiene un amplio carácter en tanto que resultan sometidas al derecho del mercado de valores en su integridad, esto es, a las normas del mercado primario y a las de los mercados secundarios de valores⁽⁵⁾.

Así las cosas, las SOCIMI se permiten diferenciar en su vinculación el régimen del mercado de valores de la amplia categoría correspondiente a los emisores, caracterizados por su sumisión en sentido objetivo y con carácter limitado al derecho del mercado de valores, en tanto que sólo se encuentran sometidos a la LMV, y a su normativa de desarrollo única y específicamente en lo que afecta a los valores emitidos y con ocasión de los mismos, es decir, ubicándose en el mercado primario de valores.

Pero además también las SOCIMI, asimiladas con respecto a las sociedades y los fondos de inversión inmobiliaria dada su condición de institución inmobiliaria que contribuye a solucionar los problemas de construcción y arrendamiento del mercado

(3) En este sentido *vid.* GARCÍA MACHO, R., *Las relaciones de especial sujeción en la Constitución Española*, Ed. Tecnos, 1992, pp. 5 y ss.; GARCÍA DE ENTERRÍA, E. y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, T.R., *Curso de derecho administrativo*, t. II, Ed. Civitas, 1995, p. 19; SANTAMARÍA PASTOR, J.A., *Fundamentos de derecho administrativo*, Ed. Ceura, Madrid, 1989, p. 687; MARTÍN RETORTILLO, S., *Derecho administrativo económico*, t. II, pp. 129 y 267; JIMÉNEZ BLANCO, A., *Derecho público del mercado de valores*, Ed. Ceura, Madrid, 1989, pp. 129 y ss.; MICHAVILLA NÚÑEZ, R., “Relación especial de sujeción en el sector crediticio y Estado de Derecho”, *REDA*, núm. 54, pp. 243 y ss., así como la Sentencia del Tribunal Constitucional 61/1990, de 29 de marzo.

(4) Esta tesis, acuñada por la doctrina italiana (*vid.* GIANNINI, C., *Diritto Administrativo*, t. I, p. 165), ha sido defendida en nuestro ordenamiento jurídico para sustituir las decaídas relaciones de sujeción especial, tal y como muestran GARCÍA DE ENTERRÍA, E. y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, T.R., *Curso de derecho administrativo...*, *op. cit.*, p. 20; MARTÍN RETORTILLO, S., *Derecho administrativo económico...*, *op. cit.*, p. 176; SANTAMARÍA PASTOR, J.A., *Fundamentos de derecho administrativo...*, *op. cit.*, p. 869; JIMÉNEZ BLANCO, A., *Derecho público...*, *op. cit.*, pp. 145 y 156; MICHAVILLA NÚÑEZ, R., “Relación especial de sujeción...” , *op. cit.*, p. 244; PIÑARES LEAL, A., “Coeficientes”, en AA.VV. (Dir. MARTÍN RETORTILLO, S.), *Estudios de derecho público bancario*, Ed. Ceura, Madrid, 1987, nota núm. 24, así como la Sentencia del Tribunal Constitucional de 29 de marzo de 1990.

(5) Pronunciándose en este sentido sobre las sociedades cotizadas *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del mercado de valores*, Ed. J.M. Bosch, Barcelona, 2000.

inmobiliario, se distinguen en tal aspecto de adhesión a la normativa del mercado de valores en tanto que éstas vienen a participar de la faceta de intermediario financiero al servir de canalizador de una parte significativa del ahorro hacia la inversión⁽⁶⁾.

Como consecuencia de todo lo anterior se advierte pues que cuando el derecho del mercado de valores viene a establecer el estatuto jurídico de las sociedades cotizadas hace que por razón del interés público que le sirve de justificación sean contemplados, básicamente, como deudores de obligaciones. Así, fundamentalmente, se les somete a unas obligaciones típicas en cuanto a su información financiera periódica y respecto a su estructura de poder político, además de implicar la imposibilidad de poder establecer restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de sus acciones y la agravación de los límites máximos de autocartera. Por ello, las sociedades cotizadas vienen a realizar un análisis permanente de tipo coste-beneficio entre la facilidad de financiación que mediante tal condición vendrían a detentar en el mercado y las obligaciones y límites específicos que tal estatuto jurídico les reportaría. Así pues, cuando el beneficio no compensase el coste asumido, las sociedades cotizadas podrían solicitar la exclusión de la negociación a la CNMV⁽⁷⁾.

Pero ahora bien, en el caso de las SOCIMI este análisis que les permitiría dar con el equilibrio entre la tutela de los inversores en orden a su protección y su lógica empresarial de organización viene en lo que respecta al margen de percepción de beneficios a verse incrementado. Esto se debe a que, además de quedar integrados en tal recompensa las facilidades en su financiación, también tendrán que tener en cuenta el régimen fiscal especial por el que podrán optar⁽⁸⁾, y ello puesto que el legislador vincula expresamente la facultad por tal elección a que se produzca la negociación en mercados regulados al venirse a establecer como causa que produce la pérdida del régimen fiscal especial, pasándose a tributar por el régimen general del Impuesto sobre Sociedades, la exclusión de negociación en tales mercados (art. 13 de la Ley 11/2009, de 26 de octubre).

(6) Sobre la condición de intermediario financiero detentada por los fondos de inversión inmobiliaria *vid.* ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C.: “Justificación sobre la aplicación a los fondos de inversión inmobiliaria del sistema de control y la normativa de carácter financiero establecida en el mercado de valores”, *RDBB*, núm. 111, 2008, pp. 143 a 150.

(7) Efectivamente, en base al art. 34.5 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores se viene a establecer que la exclusión de la negociación de un instrumento financiero en un mercado secundario oficial podrá también ser solicitada por la entidad emisora, en cuyo caso deberá promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos los valores afectados por la exclusión.

(8) Las SOCIMI podrán optar por la aplicación en el Impuesto sobre Sociedades del régimen fiscal especial regulado en los arts. 8 y 9 de la Ley 11/2009, de 26 de octubre, el cual también resultará de aplicación a sus socios en función de lo establecido en el art. 10 del mismo cuerpo legal.

III. EXIGENCIAS IMPUESTAS A LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS DE INVERSIÓN EN EL MERCADO INMOBILIARIO DESDE EL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES

1. Relativas al régimen de sus acciones

El estatuto jurídico de sociedad anónima cotizada que poseen las SOCIMI comporta, en un primer término, una serie de implicaciones sobre el régimen de sus acciones, algunas de las cuales, si bien en su mayoría provienen de la Ley 37/1998, de 18 de noviembre, de reforma del mercado de valores, ya se encontraban en vigor con el original texto de la LSA. Tales consecuencias son:

1.⁹ El tener que quedar representadas las acciones de las SOCIMI, por medio de anotaciones en cuenta⁽⁹⁾, correspondiendo a la Sociedad de gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores (Sociedad de Sistemas) llevar, en los términos previstos en el capítulo II del título I de la LMV, el registro contable correspondiente a tales valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores, así como a los valores admitidos a negociación en otros mercados secundarios oficiales u otros mercados regulados y en sistemas multilaterales de negociación, cuando sus órganos rectores así lo solicitasen⁽¹⁰⁾. De esta forma pues, se viene a concretar en mayor medida la fórmula de representación de las acciones por el estatuto jurídico de sociedad cotizada que adoptan las SOCIMI, en tanto que desde su régimen sustantivo específico sólo se viene a exigir en lo referente a la tenencia de participaciones en el capital de otras entidades, residentes o no en territorio español, que tengan como objeto social principal la adquisición de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento y que estén sometidas al mismo régimen que el establecido para las SOCIMI, en cuanto a la política obligatoria, legal o estatutaria de distribución de beneficios y que cumplan los requisitos de inversión y financiación ajena, que sus participaciones representativas del capital deban de ser nominativas⁽¹¹⁾.

⁽⁹⁾ *Vid.* arts. 496.1 de la LSC, 5.4 de la LMV y 9.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre.

⁽¹⁰⁾ En efecto, esta facultad establecida en función de lo preceptuado en los arts. 7.3 y 44 bis.1.a) de la LMV se entiende sin perjuicio de que —tal y como indica el art. 44 bis.2 y 11 de la LMV— el Gobierno, previo informe de la CNMV, pueda autorizar a otras entidades financieras la realización de tal función, así como que respecto de los valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores, las Comunidades Autónomas con competencia en la materia dispusieran la creación por la sociedad rectora de aquélla de un servicio propio de llevanza del registro contable de valores representados por medio de anotaciones en cuenta y de compensación y liquidación.

⁽¹¹⁾ En este sentido *vid.* art. 2.1.c) de la Ley 11/2009, de 26 de octubre.

2.º No poder hacer uso de la posibilidad de restringir la libre transmisibilidad de las acciones que con carácter general se contempla en los arts. 63 de la LSA y 123 del Reglamento del registro mercantil, en tanto que resulta incompatible con un mercado de compraventa ágil como son los mercados regulados⁽¹²⁾.

3.º Que si bien desde el art. 3.1, apdo. 2, de la Ley 11/2009, de 26 de octubre, se contempla que las SOCIMI podrán determinar el valor del activo según la media de los balances individuales o, en su caso, consolidados trimestrales del ejercicio, pudiendo optar en el cálculo del valor de sus elementos integrantes por sustituir el valor contable por el de mercado, tal alternativa no podrá resultar de aplicación en determinados supuestos. Estos son el de usufructo de las acciones y en el caso de que el socio tenga un derecho de separación como consecuencia de la sustitución del objeto social en tanto que desde los arts. 353.2 y 502 de la LSC se exige que, cuando se tratase de sociedades que cotizan en bolsa, el valor de la acción se efectúe en referencia al valor de cotización media del trimestre anterior⁽¹³⁾.

4.º La calificación como oferta pública de los aumentos de capital que se produzcan en la SOCIMI, y como consecuencia de ello su sujeción además del deber preceptuado en el art. 309 de la LSC⁽¹⁴⁾ y la facultad de poder inscribir el acuerdo de

(12) Sobre tal restricción *vid.* los arts. 25.5 y 32 bis.1 de la LMV, así como el art. 9.4 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, en el que se viene a precisar la mención sobre qué ha de entenderse por valores libremente transmisibles contemplada en el art. 35 del Reglamento núm. 287/2006, de la Comisión de 10 de agosto de 2006 por el que se aplica el art. 40.1 de la Directiva 2004/39/CE, al estimarse como tales aquellos que no contemplen restricciones en los estatutos del emisor o en el acuerdo de emisión de los valores y, en el caso de que se tratase de valores parcialmente desembolsados, cuando, a juicio de la CNMV, la transmisibilidad de dichos valores no esté restringida y los inversores dispongan de toda la información necesaria para que su negociación se realice de una manera transparente.

(13) A estos efectos, téngase en cuenta el capítulo IV del Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre (modificado por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre), además del dato de que el régimen jurídico fiscal aplicable a las SOCIMI, contemplado en la Ley 11/2009, de 26 de octubre, no prevé ningún criterio diferente en referencia a la determinación de los cambios medios ponderados.

(14) En base al citado precepto, se viene a requerir que la oferta pública se tenga que hacer constar en un documento que, bajo el título de “Boletín de suscripción”, se extenderá por duplicado y en el que se tendrá que contener, al menos, las siguientes indicaciones:

- a) La denominación y domicilio de la SOCIMI, así como los datos identificadores de su inscripción en el Registro Mercantil.
- b) El nombre y apellidos o la denominación o razón social, la nacionalidad y el domicilio del suscriptor.
- c) El número de acciones que suscribe, el valor nominal de cada una de ellas y su serie, si existiesen varias, así como su tipo de emisión.
- d) El importe que abona el suscriptor con expresión, en su caso, de la parte que corresponda al valor nominal desembolsado y la que corresponda a la prima de emisión.

ampliación de capital en el Registro Mercantil con anterioridad a su ejecución⁽¹⁵⁾, a las exigencias establecidas desde el mercado de valores⁽¹⁶⁾. Éstas son: la obligación de tener que publicar un folleto informativo (arts. 30 bis.1 de la LMV, 40 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, y Orden EHA 3537/2005, de 10 de noviembre), el deber de tener que cumplir en referencia con los requisitos de idoneidad establecidos en el capítulo II del título I del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, únicamente con el relativo a la legalidad de los valores establecidos en el art. 9.2 del citado ámbito normativo⁽¹⁷⁾, así como la exigencia de tener que cumplir con los requisitos de información establecidos en el capítulo III del título I del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, y relativos a la aportación y registro a la CNMV, tanto de los docu-

(15) Esta posibilidad resulta contemplada en el art. 315 de la LSC viniéndose a exigir para ello la concurrencia de las siguientes circunstancias:

- 1.^º Que la emisión de las nuevas acciones haya sido verificada por la CNMV.
- 2.^º Que en el acuerdo se haya previsto expresamente la suscripción incompleta.

(16) Para que la oferta pública sea calificada como tal de las reguladas en la LMV, y en su normativa de desarrollo, no podrá tratarse de aquellas cuyo valor nominal unitario sea de, al menos, 50.000 euros, o cuyo importe total resultase ser inferior a 2.500.000 euros calculado en un período de 12 meses. Además, tampoco podrán serlo aquellas en las que los inversores sean, según los arts. 30 bis.1 de la LMV y 38.1 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre:

— Inversores cualificados. Se considerarán inversores cualificados según el art. 39 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre:

“a) Personas jurídicas autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros, incluyendo: entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, otras entidades financieras autorizadas o reguladas, compañías de seguros, instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, intermediarios autorizados de derivados de materias primas, así como entidades no autorizadas o reguladas cuya única actividad sea invertir en valores.

b) Gobiernos nacionales y regionales, bancos centrales, organismos internacionales y supranacionales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otras organizaciones internacionales similares.

c) Otras personas jurídicas que no sean pequeñas y medianas empresas.

d) Personas físicas residentes en el Estado español que expresamente hayan solicitado ser consideradas como inversor cualificado y que cumplan al menos dos de las tres condiciones siguientes:

1.^a Que el inversor haya realizado operaciones de volumen significativo en los mercados de valores con una frecuencia media de al menos 10 por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores.

2.^a Que el volumen de la cartera de valores del inversor sea superior a 500.000 euros.

3.^a Que el inversor trabaje o haya trabajado por lo menos durante un año en el sector financiero desempeñando una función que exija conocimientos relativos a la inversión en valores.

e) Pequeñas y medianas empresas que tengan su domicilio social en el Estado español y que expresamente hayan solicitado ser consideradas como inversor cualificado”.

— Menos de 100 personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin incluir a los inversores cualificados.

— Inversores que adquieran valores por un mínimo de 50.000 euros por inversor, para cada oferta separada.

(17) En base a la citada exigencia se viene a requerir que los valores de las SOCIMI tendrán que respetar el régimen jurídico al que estén sometidos.

mentos que acrediten la sujeción de la SOCIMI y de sus valores al régimen jurídico que les resulta de aplicación, como de sus cuentas anuales⁽¹⁸⁾.

5.º En los aumentos de capital social con emisión de nuevas acciones con cargo a aportaciones dinerarias, los antiguos accionistas de la SOCIMI podrán ejercitar el derecho a suscribir un número de acciones proporcional al valor nominal de las acciones que posean, dentro del plazo que a tal efecto les conceda la administración de la sociedad, que no será inferior a quince días desde la publicación del anuncio de la oferta de suscripción de la nueva emisión en el Boletín Oficial del Registro Mercantil⁽¹⁹⁾. Asimismo, se permite la suspensión total o parcial del citado derecho cuando así lo exija la Junta General y se respete lo dispuesto en el art. 308.2 de la LSC, así como cuando los administradores lo acuerden cuando el interés de la sociedad lo requiera, siempre que la Junta General hubiere delegado en aquellos la facultad de aumentar el capital social conforme a lo establecido en el art. 506.1 de la LSC, y en relación a las emisiones de acciones que fuesen objeto de la delegación.

6.º El alcance de especialidades en cuanto a los negocios sobre las propias acciones o al llamado régimen de autocartera. Estas distinciones afectan, en primer término, a la reducción del límite cuantitativo de adquisición por la SOCIMI, de sus propias acciones o de las de la dominante porque si bien el valor nominal de las acciones adquiridas directa o indirectamente, sumándose al de las que ya posean la sociedad adquirente y sus filiales, y, en su caso, la sociedad dominante y sus filiales, no podrá ser superior al veinte por ciento, para la sociedad cotizada el límite se reduce al

(18) No obstante todo lo anterior, en base a los arts. 38.3 y 41 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, se vienen a establecer unas excepciones en el cumplimiento de las citadas obligaciones en los casos de oferta pública de los siguientes tipos de valores:

- a) Acciones emitidas en sustitución de acciones ya emitidas, si la emisión de tales acciones no supone ningún aumento del capital emitido.
- b) Valores ofrecidos como pago en relación con una oferta pública de adquisición, a condición de que se disponga de un documento que contenga información que la CNMV considere equivalente a la del folleto, teniendo en cuenta los requisitos de la normativa comunitaria.
- c) Valores ofrecidos, asignados o que vayan a ser asignados en relación con una fusión, siempre que se facilite un documento que contenga información que la CNMV considere equivalente a la del folleto, teniendo en cuenta los requisitos de la normativa comunitaria.
- d) Acciones ofrecidas, asignadas o que vayan a ser asignadas gratuitamente a los actuales accionistas, y dividendos pagados en forma de acciones, siempre que esté disponible un documento que contenga información sobre el número de las acciones y los motivos y detalles de la oferta.
- e) Valores ofrecidos, asignados o que vayan a ser asignados a consejeros o empleados actuales o antiguos por su empleador o por una empresa de su grupo, siempre que esté disponible un documento que contenga información sobre el número de los valores y los motivos y detalles de la oferta.

(19) *Vid.* art. 158 de la LSC, cuya referencia al plazo del ejercicio del derecho de suscripción preferente para las sociedades cotizadas fue introducido por la Ley 37/1998, de 18 de noviembre, de reforma del mercado de valores, y fue modificado por la disposición final 1.ª, núm. 16, de la Ley 3/2009, de 3 de abril.

diez por ciento del capital suscrito⁽²⁰⁾. Y además, en segundo lugar, dado que se establece un régimen de comunicación a la CNMV, de las adquisiciones de acciones propias o de la dominante que superen el 1 por ciento.

7.^º La aplicación a las SOCIMI del régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores contemplado en el título IV del capítulo V de la LMV, así como en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio⁽²¹⁾, cuando se alcanzase su control tanto de forma directa como sobrevenida⁽²²⁾, en las ofertas que realizasen para la exclusión de

(20) *Vid.* art. 509 de la LSC.

(21) El procedimiento a seguir en una oferta pública de adquisición viene regulado en todas sus fases por el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio. Así, según el capítulo V, este proceso comienza con el anuncio de la intención (cuando es voluntaria), o de la obligación (en caso contrario), de presentar una oferta pública. Este anuncio ha de hacerse tan pronto como se decida formular una oferta o tan pronto como se den los supuestos de hecho que exigen la formulación de una oferta obligatoria. Una vez anunciada, se ha de presentar a la CNMV la solicitud de autorización con la documentación necesaria para su análisis, y tras su autorización el oferente habrá de difundirla adecuadamente, con objeto de informar al mercado y, en particular, a todos los accionistas de la sociedad objeto de la oferta. En todo este proceso los trabajadores del oferente y de la sociedad objeto de la oferta han de estar adecuadamente informados. El oferente debe conceder un determinado plazo a los accionistas para que acepten la oferta, si así lo desean. Antes de que finalice ese plazo de aceptación se exige que el consejo de administración de la sociedad objeto de la oferta publique un informe con su opinión sobre la misma. Además, el capítulo VI del comentado Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, desarrolla lo ya dispuesto en la LMV, respecto al deber de pasividad obligatorio del consejo de administración de la sociedad afectada y respecto al régimen opcional de neutralización de otras defensas frente a las ofertas. Para el primero de los casos se relacionan medidas concretas que han de obtener la autorización de la junta general. Para los dos supuestos señalados se establecen las cautelas necesarias para que la junta general decida con pleno conocimiento sobre las propuestas que se les formulan.

(22) En efecto, en función de lo preceptuado en el art. 3 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, se viene a establecer la obligación de formular una oferta pública de adquisición, por la totalidad de los valores y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo, quien alcance el control de una sociedad cotizada, ya lo consiga mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en dicha sociedad, por pactos parasociales con otros titulares de valores, en los términos del art. 5.1.b) del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, así como de los supuestos de tomas de control indirectas o sobrevenidas establecidos en el art. 7. A tales efectos, se entenderá que una persona física o jurídica tiene, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, una participación de control de una sociedad cuando se dé uno de los siguientes supuestos: cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100; o bien cuando haya alcanzado, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto inferior y designe, en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición del porcentaje inferior, en los términos del art. 6, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad. Ahora bien, se exceptúa de tal obligación aquellos supuestos en los que resulten dispensados por el art. 8 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio.

los valores de cotización⁽²³⁾, en el caso de que desearan reducir el capital mediante la adquisición de sus propias acciones para su posterior amortización⁽²⁴⁾, así como cuando una persona quisiese adquirir un paquete grande de sus acciones apelando a todo el capital o a parte del mismo⁽²⁵⁾.

8.º Que, aunque si bien las SOCIMI parten de una totalidad de las acciones ya privilegiadas de antemano en tanto que si quieren acogerse al régimen fiscal estarán obligadas a distribuir en forma de dividendos a sus accionistas el beneficio obtenido en el ejercicio debiéndose acordar su distribución dentro de los seis meses siguientes a su conclusión y en la forma que establece el art. 6 de la Ley 11/2009, de 26 de octubre, se permite contemplar en función de la imposibilidad con que cuentan de poder tener distintas clases de acciones (art. 5.3 de la Ley 11/2009, de 26 de octubre) que no podrán acogerse al sistema previsto para las restantes sociedades cotizadas en lo referente a la habilitación para emitir acciones rescatables (arts. 500 y 501 de la LSC), así como en lo relativo a la facultad de los estatutos de las sociedades cotizadas de regular en lo referente a las acciones sin voto la recuperación del derecho de voto en caso de no satisfacción por la sociedad del dividendo mínimo y al carácter no acumulativo de dicho dividendo (art. 499.2 de la LSC) y ello aun cuando desde la práctica el fracaso de esta institución en el ámbito de las sociedades cotizadas es evidente.

9.º Que el administrador que hubiera formulado solicitud pública de representación y la hubiese obtenido no podrá ejercitar el derecho de voto correspondiente en los puntos del orden del día que tuviese conflicto de interés, así como en lo referente a su nombramiento o ratificación como administrador, su destitución, separación o cese como administrador, el ejercicio de la acción social de responsabilidad dirigida contra él, así como la aprobación o ratificación, cuando proceda, de

(23) De conformidad con el art. 34 de la LMV, cuando una SOCIMI acuerde la exclusión de negociación de sus acciones en los mercados secundarios oficiales españoles deberá promover una oferta pública de adquisición en los términos previstos en el art. 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, salvo que, por concurrir alguno de los supuestos contemplados en el art. 11 del citado Real Decreto, la oferta de exclusión no sea necesaria.

(24) Cuando la reducción del capital de la SOCIMI se realice mediante la compra por ésta de sus propias acciones para su amortización, sin perjuicio de los requisitos mínimos previstos en el art. 338 de la LSC, deberá formularse una oferta pública de adquisición de acuerdo con lo establecido en el art. 12 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio.

(25) Estas ofertas voluntarias además de quedar sujetas a las mismas reglas que las establecidas para las ofertas obligatorias contempladas en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, podrán sujetarse a las siguientes condiciones, siempre que su cumplimiento o incumplimiento pueda ser verificado al finalizar el plazo de aceptación:

- a) Aprobación de modificaciones estatutarias o estructurales o adopción de otros acuerdos por la junta general de accionistas de la sociedad afectada.
- b) Aceptación de la oferta por un determinado número mínimo de valores de la sociedad afectada.
- c) Aprobación por la junta general de la sociedad oferente de la oferta.
- d) Cualquier otra que sea considerada conforme a derecho por la CNMV.

operaciones de la sociedad con el administrador de que se trate, sociedades controladas por él o a las que represente o personas que actúen por su cuenta (art. 514 de la LSC).

2. Relativas a la transparencia contable, financiera y política

Dado que la principal consecuencia de la admisión a cotización de las acciones de una SOCIMI consiste en que, cada día, miles de ahorradores pueden adoptar decisiones de inversión y desinversión en dichas acciones a través de un mercado regulado, como contraprestación a la facilidad de financiación que ello reporta, se les viene a exigir desde su condición de sociedades cotizadas y a través de la normativa reguladora del mercado de valores unos deberes informativos.

Esto se debe a que la divulgación de información exacta, completa y puntual sobre tales sociedades fomenta la confianza continua del inversor y permite una evaluación informada de su rendimiento y sus activos. Con ello mejora la protección de los inversores y aumenta la eficiencia del mercado.

Tales cometidos de carácter informativo se proyectan sobre las SOCIMI, en los siguientes aspectos:

1.º Tendrán que cumplir con unas obligaciones de transparencia contable por las que deberán someter a auditoría de cuentas sus cuentas anuales (art. 35.1 de la LMV). Además, este informe de auditoría tendrá la consideración de información pública, dado que junto al informe financiero anual y el informe de gestión revisados por el auditor con el alcance definido en el art. 268 de la LSC, tendrán que hacerse públicos no sólo por la propia sociedad, sino también a través de las Sociedades Rectoras de la bolsa⁽²⁶⁾ y de la propia CNMV⁽²⁷⁾.

2.º Deberán observar un régimen de información financiera periódica y que, dentro de la denominada como información regulada⁽²⁸⁾, queda compuesto, por una parte, por la exigencia de información pública que tendrán que anunciar y difundir al

⁽²⁶⁾ En efecto, en base al art. 14 del Real Decreto 726/1989, de 23 de junio (modificado por el Real Decreto 363/2007, de 16 de marzo) se viene a establecer que sin perjuicio de las competencias de la CNMV, y en su caso, de la correspondiente Comunidad Autónoma, las Sociedades Rectoras recibirán y tendrán a disposición del público, en los locales de las Bolsas de Valores, los estados financieros anuales individuales y consolidados, con los correspondientes informes de auditoría, los Balances y Cuentas de Resultados provisionales trimestrales, y la restante información que haya de suministrarse y hacerse pública por las Entidades que tengan valores admitidos a negociación en dichas Bolsas.

⁽²⁷⁾ Desde el art. 35.4 de la LMV se viene a establecer que tal información periódica deberá remitirse a la CNMV, para su incorporación a un registro de información regulada en que se deberá incluir la información señalada en los arts. 35, 35 bis.1, 53, 53 bis y 82 de la LMV [art. 92.g) de la LMV] y a los que el público tendrá libre acceso.

⁽²⁸⁾ Cfr: Directiva 2004/109/CE.

mercado⁽²⁹⁾ con carácter periódico a través del informe financiero anual, los informes semestrales, así como mediante las declaraciones intermedias de gestión o informes trimestrales en aras de pretenderse mantener actualizada la información financiera disponible por el público inversor respecto de las sociedades cotizadas al constatar que el régimen de elaboración, depósito y publicidad anual de las cuentas de las sociedades anónimas en general resulta insuficiente cuando se trata de tomar decisiones de inversión y desinversión continuadas⁽³⁰⁾.

Por ello las SOCIMI deberán remitir a la CNMV⁽³¹⁾, para su incorporación al registro oficial regulado en el art. 92 de la LMV⁽³²⁾:

— En primer término, y conforme al art. 35.1 de la LMV, el informe financiero anual, que comprenderá las cuentas anuales y el informe de gestión individuales de la

(29) En este sentido se entiende que la SOCIMI cumpliría con tal exigencia cuando publicase la información regulada en su página web y, de manera simultánea, cuando difundiese la información regulada a través de un medio que garantice su acceso rápido, no discriminatorio y generalizado al público en todo el ámbito de la Unión Europea y en el que no se cobre a los inversores ningún gasto concreto por el suministro de la información. No obstante, también se contempla la posibilidad de poder optar entre difundir directamente la información regulada o encomendar esta función a un tercero que actúe como difusor, que podrá ser la propia CNMV, u otros medios, como las Bolsas y los medios de comunicación en función de lo preceptuado en el art. 4 del Real Decreto 11362/2007, de 19 de octubre.

(30) En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del mercado de valores*, Ed. Bosch, Barcelona, 2000, p. 69.

(31) Esta exigencia de información pública periódica contemplada en el art. 35.4 de la LMV puede presentarse telemáticamente en tanto que, si bien el Consejo de la CNMV, en su reunión del día 11 de marzo de 1998 aprobó la utilización del sistema de firma electrónica CIFRADO/CNMV, para el intercambio de información entre la CNMV administrados supervisados y público en general, la Circular 2/2002, de 27 de noviembre, de la CNMV (y por la que se ha atendido a modificar la Circular 3/1994, de 8 de junio, de la CNMV) ha venido a permitir la utilización de tal sistema para la remisión de la información pública periódica impuesta a las sociedades cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado, al considerar que los beneficios que conllevará la utilización generalizada por parte de aquellas serán apreciables para los inversores, para las propias entidades emisoras y para la labor supervisora de la CNMV. Para la remisión de documentos por vía telemática es requisito previo el registro como usuario del sistema y el intercambio de claves para el cifrado y descifrado de los documentos, proporcionando la CNMV los programas informáticos necesarios. De esta forma se garantiza la confidencialidad, seguridad y no repudio en la transmisión de información. No obstante, cuando concurren circunstancias excepcionales que imposibiliten la remisión de la mencionada información a través del sistema CIFRADO/CNMV, la CNMV, con carácter excepcional y a solicitud de la sociedad emisora, podrá autorizar que su remisión no se realice por dicho sistema.

(32) El registro oficial de la CNMV, previsto en el art. 92.g) de la LMV, tendrá la consideración de mecanismo central de almacenamiento de la información regulada. La CNMV, en función de lo establecido en el art. 5 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, velará para que dicho mecanismo cumpla con los principios de seguridad, certeza de la fuente de información, registro cronológico y facilidad de acceso por parte de los usuarios finales. Asimismo, deberá tener la capacidad para conectarse con otros mecanismos similares de almacenamiento en la Unión Europea con el objetivo de compartir la información.

entidad⁽³³⁾, así como, en su caso, de su grupo consolidado revisados por el auditor con el alcance definido en el art. 268 de la LSC, además de las declaraciones de responsabilidad sobre su contenido, que deberán ser firmadas por los administradores y cuyos nombres y cargos se indicarán claramente, en el sentido de que, hasta donde alcanza su conocimiento, las cuentas anuales elaboradas con arreglo a los principios de contabilidad aplicables ofrecen la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la SOCIMI, y de las empresas comprendidas en la consolidación tomados en su conjunto, y que el informe de gestión incluye un análisis fiel de la evolución y los resultados empresariales y de la posición de tal sociedad y de las empresas comprendidas en la consolidación tomadas en su conjunto, junto con la descripción de los principales riesgos e incertidumbres a que se enfrentan⁽³⁴⁾. Además se establece como plazo para publicar y difundir el informe financiero anual un máximo de 4 meses desde la finalización del ejercicio económico de la SOCIMI, no pudiendo exceder de la fecha en la que se publique oficialmente la convocatoria de la junta general de accionistas o del órgano que resulte competente para la aprobación del informe financiero anual⁽³⁵⁾.

— En segundo lugar, y en función con lo dispuesto en el art. 35.2 de la LMV, sendos informes financieros semestrales, uno relativo a los primeros seis meses del ejercicio, y otro referente a los doce meses del ejercicio⁽³⁶⁾ y en el que se incorporarán

(33) En función de lo preceptuado en el art. 116 bis de la LMV, en el informe de gestión de las sociedades cotizadas se tendrá que incluir información sobre los siguientes aspectos:

- a) La estructura del capital, incluidos los valores que no se negocien en un mercado regulado comunitario.
- b) Cualquier restricción a la transmisibilidad de los valores.
- c) Las participaciones significativas en el capital, directas o indirectas.
- d) Cualquier restricción del derecho de voto.
- e) Los pactos parasociales.
- f) Las normas aplicables al nombramiento y sustitución de los miembros del órgano de administración y a la modificación de los estatutos de la sociedad.
- g) Los poderes de los miembros del consejo de administración y, en particular, los relativos a la posibilidad de emitir o recomprar acciones.
- h) Los acuerdos significativos que haya celebrado la sociedad y que entren en vigor, sean modificados o concluyan en caso de cambio de control de la sociedad a raíz de una oferta pública de adquisición, y sus efectos, excepto cuando su divulgación resulte seriamente perjudicial para la sociedad.
- i) Los acuerdos entre la sociedad y sus cargos de administración y dirección o empleados que dispongan indemnizaciones cuando éstos dimitan o sean despedidos de forma impropcedente, o si la relación laboral llega a su fin con motivo de una oferta pública de adquisición.

(34) En este sentido *vid.* arts. 35 ter de la LMV y 10 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre.

(35) En este sentido *vid.* arts. 8 y 9 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre.

(36) En función de lo establecido en los arts. 35.2 de la LMV y 11.1 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, esta obligación no resultará de aplicación cuando el informe financiero anual se haya hecho público en los dos meses siguientes a la finalización del ejercicio al que se refiere.

las cuentas anuales resumidas⁽³⁷⁾ y el informe de gestión intermedio⁽³⁸⁾ individual de la SOCIMI, y, en su caso, de su grupo consolidado⁽³⁹⁾, así como las declaraciones de responsabilidad sobre su contenido⁽⁴⁰⁾, que deberán ir firmadas por los administradores de tal sociedad, cuyos nombres y cargos se indicarán claramente, en el sentido de que, hasta donde alcanza su conocimiento, las cuentas anuales resumidas elaboradas con arreglo a los principios de contabilidad aplicables ofrecen la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados del emisor, o de las empresas comprendidas en la consolidación tomadas en su conjunto, y que el informe de gestión intermedio incluye un análisis fiel de la información exigida. Asimismo se establece como plazo para publicar y difundir el informe financiero semestral el máximo de dos meses desde la finalización del semestre del ejercicio económico de la SOCIMI al que se refiera.

— En tercer lugar, y en base a lo establecido en los arts. 35.3 de la LMV y 19 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, dos declaraciones intermedias durante el primer y segundo semestre del ejercicio, respectivamente, que resultarán publicadas como máximo 45 días después de la fecha de finalización del primer y tercer trimestre, contendrán la información del período transcurrido entre el comienzo del ejercicio económico y la fecha de finalización de cada trimestre, e incluirán una explicación de los hechos y operaciones significativos que hayan tenido lugar durante el período correspondiente y su incidencia en la situación financiera de la SOCIMI, y de sus empresas

(37) La preparación de las cuentas anuales resumidas de los grupos consolidados serán elaboradas con arreglo a las normas internacionales de contabilidad adoptadas según el procedimiento establecido en el art. 6 del Reglamento (CE) núm. 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad, modificado por el Reglamento 297/2008, de 11 de marzo. No obstante, si no se observase tal circunstancia el contenido mínimo de las cuentas anuales resumidas se tendrá que ajustar a lo establecido en el art. 13 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre.

(38) El informe de gestión intermedio incluirá, al menos, una indicación de los hechos importantes acaecidos en el período correspondiente y su incidencia en las cuentas anuales resumidas. Asimismo incluirá, tal y como establece el art. 15 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, las operaciones más importantes entre partes vinculadas, comprendiéndose como mínimo las operaciones con partes vinculadas que hayan tenido lugar en los primeros seis meses del ejercicio en curso y que hayan afectado sustancialmente a la situación financiera o los resultados de la empresa durante ese período, así como cualquier cambio en las operaciones con partes vinculadas descritas en el último informe anual que puedan haber tenido un efecto sustancial en la situación financiera o los resultados de la empresa en los primeros seis meses del ejercicio en curso. Además la Orden EHA 3050/2004, de 15 de septiembre, señala otra serie de operaciones realizadas por la sociedad con partes vinculadas sobre las que deberá facilitarse información individualizada.

(39) En función de la habilitación conferida en el art. 22 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, para establecer los modelos de información periódica regulada de carácter trimestral y semestral, la Circular 1/2008, de 30 de enero, ha venido a desarrollar —junto a la Circular 3/1994, de 8 de junio, por la que se modifican modelos de información semestral y trimestral— tales modelos de información relativos a las cuentas anuales resumidas, individuales y consolidadas de carácter semestral, así como las declaraciones de gestión intermedias diferenciado en los tipos de información la diferente naturaleza de la emisora, dado que si bien su anexo I se refiere al modelo general, el anexo II concierne a las entidades de crédito, y el III a las entidades aseguradoras.

(40) En este sentido *vid.* arts. 35 ter de la LMV y 17 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre.

controladas, así como una descripción general de la situación financiera y de los resultados de la sociedad y sus empresas controladas durante el período correspondiente⁽⁴¹⁾.

3.º Tendrán que respetar unas normas de transparencia política dirigidas a informar y difundir de manera continuada una información que permita conocer las estructuras de poder de la sociedad en la medida en que aquellas pueden influir esencialmente en los proyectos económicos de futuro de las mismas en los que los inversores participan o abandonan al comprar o vender sus acciones⁽⁴²⁾. Estas exigencias, que junto al régimen de información financiera periódica integran una categoría de información denominada como regulada⁽⁴³⁾, quedan compuestas por la información relevante según el régimen de abuso del mercado, la identidad de los accionistas significativos, las operaciones de autocartera, así como la información periódica del art. 35 bis de la LMV, y otras dispuestas por el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre.

Como consecuencia de tales circunstancias, las SOCIMI estarán obligadas:

— En primer lugar, a hacer públicas y difundir inmediatamente⁽⁴⁴⁾ en sus páginas de Internet, así como a remitir a la CNMV⁽⁴⁵⁾, las comunicaciones de información relevante⁽⁴⁶⁾ por vía telemática a través del servicio CIFRADO/CNMV, aprobado

(41) En función de la ya comentada habilitación del art. 22 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, la Circular 1/2008, de 30 de enero, ha venido a desarrollar —junto a la Circular 3/1994, de 8 de junio, por la que se modifican modelos de información semestral y trimestral— los modelos contenidos en los informes financieros trimestrales.

(42) En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del mercado de valores... op. cit.*, p. 70.

(43) *Vid.* Directiva 2004/109/CE, y art. 1 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre.

(44) En efecto, tal y como se indica en el art. 6 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, la comunicación deberá hacerse tan pronto como sea conocido el hecho o en cuanto se haya adoptado la decisión o firmado el acuerdo o contrato con terceros de que se trate, sin perjuicio de que, en estos últimos casos, pueda efectuarse con anterioridad si el emisor estima que ello no lesiona sus legítimos intereses o en cumplimiento de lo previsto en el art. 83 bis.1.f) de la LMV. Asimismo, cuando se produzca un cambio significativo en la información relevante que se haya comunicado, habrá de difundirse inmediatamente al mercado de la misma manera.

(45) De esta forma, pues, se evidencia la distinción existente entre el deber informativo contemplado en el art. 82 de la LMV, en referencia a la comunicación de información relevante con respecto a la exigencia establecida desde el art. 89 de la LMV, y por el que las SOCIMI deberán poner en conocimiento de la CNMV hechos o informaciones significativas. Esto se debe a que en este último caso la iniciativa en la publicidad de la información parte de la propia CNMV, y no de la sociedad cotizada, como ocurre ahora con el art. 82 de la LMV.

(46) En aras de evitar la recepción por parte de la CNMV de información deficiente o excesiva, desde el art. 2 de la Orden EHA 1421/2009, de 1 de junio, se han venido a determinar los parámetros para la mejor identificación de la información relevante, al venirse a estimar cuáles son los criterios a los que se deberá atender para la consideración como relevante de la información. Éstos son:

- a) La magnitud relativa del hecho, decisión o conjunto de circunstancias en la actividad del emisor.
- b) La relevancia de la información en relación con los factores determinantes del precio de los valores emitidos, distinguiendo en particular si se trata de valores de renta fija o de renta variable.
- c) Las condiciones de cotización de los valores emitidos.

por acuerdo del Consejo de 15 de septiembre de 2006 de la CNMV, u otro similar⁽⁴⁷⁾ que se establezca en pos de la consecución de un mercado de valores que ha de basarse

d) El hecho de haber considerado relevante en el pasado información de tipo similar o que los emisores del mismo sector o mercado la publiquen habitualmente como relevante.

e) El efecto de variación en los precios que tuvo la información del mismo tipo difundida en el pasado.

f) La importancia que otorgan los análisis externos existentes sobre el emisor a ese tipo de información.

g) La existencia de indicios racionales, en el supuesto de que se produzca una evolución anormal de los volúmenes contratados o de los precios negociados durante las fases de estudio o negociación de cualquier tipo de operación jurídica o financiera que pueda influir de manera apreciable en la cotización de los valores o instrumentos financieros afectados, de que dicha evolución se está produciendo como consecuencia de una difusión prematura, parcial o distorsionada de la operación.

Además, desde el anexo de la Circular 4/2009, de 4 de noviembre, también se ha procedido a detallar una relación indicativa y no exhaustiva de los supuestos que se consideran información relevante. Estos son:

1. Las transformaciones, fusiones o escisiones.
2. Acaecimiento de cualquiera de las causas de disolución de la entidad.
3. La solicitud de concurso de acreedores y evolución del proceso concursal o quiebra.
4. La resolución de demandas judiciales en contra o a favor del emisor o su grupo; procesos sancionadores.
5. La oferta pública de adquisición de valores.
6. Las convocatorias de Juntas y Asambleas.
7. Los acuerdos de modificación del capital social.
8. Los pactos parasociales o que supongan cambio en el control.
9. El cambio del objeto social.
10. Los programas de recompra, *block trades*, estabilización, contratos de liquidez y contratos de contrapartida.
11. La información sobre dividendos.
12. Las adquisiciones o ventas de participaciones en otras empresas.
13. Los cambios en la política de inversión.
14. Los cambios en áreas de negocio estratégicas y líneas de producto.
15. Las operaciones de deuda o *warrants* convertibles o canjeables en capital.
16. La emisión, modificación, amortización y vencimiento de instrumentos financieros.
17. Las concesiones, renovaciones, cancelaciones o novaciones de préstamos y créditos.
18. El avance de resultados.
19. Las alteraciones en la cifra de negocios y resultados atípicos.
20. Los cambios en la valoración de activos y pasivos.
21. La insolvencia de deudores o proveedores.
22. La reformulación de cuentas anuales, salvedades establecidas en el informe de auditoría.
23. Los cambios en el nombramiento del auditor.
24. Los cambios relativos al consejo de administración, comisiones de control y alta dirección.
25. Las admisiones, suspensiones y exclusiones de cotización.
26. Las calificaciones crediticias.
27. La difusión de estimaciones, previsiones y proyecciones y sus desviaciones.
28. Las responsabilidades derivadas de impactos medioambientales.
29. La cartera de pedidos y contratos de aprovisionamiento.
30. Las nuevas licencias, patentes y marcas.
31. Las modificaciones de las escrituras de constitución y contratos de los Fondos de Titulización.

⁽⁴⁷⁾ En base al art. 2.2 de la Circular 4/2009, de 4 de noviembre, de la CNMV, se permite la presentación de las comunicaciones de información relevante a efectos de su incorporación al registro oficial regulado en el art. 92 de la LMV por una vía distinta de la mencionada, es decir, por papel, fax o correo electrónico, cuando existan circunstancias excepcionales que así lo justifiquen. En estos casos, deberá recabarse la confirmación de la Dirección General de Mercados respecto al método alternativo más apropiado que garantice la seguridad y la rapidez de las comunicaciones.

en la transparencia de los emisores de los valores que en dicho mercado se negocian y que viene a representar la última expresión del tránsito desde el derecho subjetivo de información de todo accionista hacia el deber público informativo que la LMV impone a todo emisor de valores desde su art. 82⁽⁴⁸⁾.

— En segundo término, a hacer pública y difundir la información recibida tanto por los accionistas que no tienen la condición de consejeros y que están obligados a notificar las operaciones por las que se les atribuyen derechos de voto en las SOCIMI, en función de la proporción que les queda en su poder, como por los que posean instrumentos financieros que conlleven el derecho a adquirir acciones ya emitidas que atribuyan derecho a voto, además de por los administradores de la sociedad en referencia a las notificaciones sobre operaciones relativas a acciones u otros instrumentos financieros ligados a acciones⁽⁴⁹⁾ (art. 53.6 de la LMV). Así pues, esta exigencia informativa parte del régimen de comunicación de participaciones significativas⁽⁵⁰⁾ por el que la persona física o jurídica que adquiera o transmita de forma directa, a través de la sociedad dominante de grupo⁽⁵¹⁾, o mediante persona interpuesta⁽⁵²⁾, acciones⁽⁵³⁾ o instrumentos financieros ligados a acciones que atribuyan derechos de

(48) En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del mercado de valores... op. cit.*, pp. 286 y 287.

(49) Existe un régimen especial para los administradores de la sociedad cotizada en tanto que, además de tener que cumplir con las obligaciones establecidas en los arts. 53.5 de la LMV y 9 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, deberán informar, con independencia del porcentaje que representen, de la proporción de derechos de voto que quede en su poder tras las operaciones de adquisición o transmisión de acciones o derechos de voto, así como de instrumentos financieros que den derecho a adquirir o transmitir acciones que tengan derechos de voto atribuidos y en base a los modelos de notificación establecidos en los anexos 3 y 4 de la Circular 2/2007, de 19 de diciembre, de la CNMV.

(50) *Vid.* los modelos de notificación establecidos por la Circular 2/2007, de 19 de diciembre, de la CNMV, en sus anexos 1 a 8.

(51) En los supuestos de grupos de entidades definidos en el art. 4 de la LMV no será necesaria la notificación de las entidades que, formando parte del mismo, sean sujetos obligados conforme a los arts. 23 y 24 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, siempre que las notificaciones sean realizadas por la entidad o persona dominante. En todo caso, y tal y como establece el art. 25 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, la persona dominante estará obligada a notificar siempre que cualquiera de las sociedades por ella controladas alcance, descienda o supere los porcentajes establecidos en el art. 23 de la comentada norma, aun cuando la posición final de derechos de voto de aquella no se hubiere alterado. Ahora bien, esto no será de aplicación en el supuesto en que una sociedad controlada ostente la condición de administrador de una sociedad cotizada, en cuyo caso deberá notificar todas las operaciones realizadas sobre acciones o instrumentos financieros de dicha sociedad, de conformidad con lo dispuesto en el art. 31 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, y en el art. 9 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre.

(52) Se considerará persona interpuesta, en base al art. 24.2.b) del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, a aquella que en nombre propio adquiera, transmita o posea acciones por cuenta de otra persona física o jurídica. Asimismo, se presumirá tal condición cuando se deje total o parcialmente a cubierto de los riesgos inherentes a las adquisiciones, transmisiones o a la posesión de las acciones.

(53) Estos requisitos de notificación establecidos en el art. 23 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, también se aplicarán en base a lo preceptuado en el art. 24 de la citada disposición normativa a toda persona física o jurídica que, con independencia de la titularidad de las acciones, adquiera,

voto⁽⁵⁴⁾ en una sociedad cotizada deberá notificar a la propia sociedad, así como a la CNMV⁽⁵⁵⁾, la proporción de derechos de voto que quede en su poder⁽⁵⁶⁾ cuando, como

transmita o tenga la posibilidad de ejercer los derechos de voto atribuidos por dichas acciones, siempre que la proporción de derechos de voto alcance, supere o se reduzca por debajo de los porcentajes señalados en el art. 23 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, y sea consecuencia de una o varias de las siguientes actuaciones:

- a) La celebración de un acuerdo con un tercero que les obligue a adoptar, mediante el ejercicio concertado de los derechos de voto de que disponga, una política común duradera en lo que se refiere a la gestión de la sociedad o que tenga por objeto influir de manera relevante en la misma.
- b) La celebración de un acuerdo con un tercero que prevea la transferencia temporal y a título oneroso de los derechos de voto en cuestión.
- c) El depósito de acciones en garantía, cuando la persona física o jurídica a la que se alude en el primer párrafo de este artículo controle los derechos de voto y declare expresamente su intención de ejercerlos.
- d) Acuerdos de constitución de un derecho de usufructo sobre acciones.
- e) Acuerdos o negocios de los previstos en las letras anteriores, celebrados por una entidad controlada por dicha persona física o jurídica.

(54) A estos efectos se considerarán instrumentos financieros en función de lo determinado por el art. 28.1 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, los valores negociables y los contratos de opciones, futuros, permutas financieras (“swaps”), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados mencionados en las disposiciones que incorporen al Derecho español la sección C) del anexo I de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, sobre mercados de instrumentos financieros, así como aquellos otros que pueda determinar el Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la CNMV.

(55) La notificación a la sociedad cotizada y a la CNMV se hará en el plazo máximo de cuatro días hábiles bursátiles, a contar desde el día siguiente a aquel en que la persona obligada haya conocido o debiera haber conocido la adquisición o transmisión de las acciones o la posibilidad de ejercer los derechos de voto correspondientes. A los efectos del art. 35.1 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, se entenderá que los sujetos obligados a comunicar debieran haber tenido conocimiento de la adquisición, cesión o la posibilidad de ejercer los derechos de voto dentro de los dos días hábiles bursátiles siguientes a la transacción. La CNMV hará pública la información sobre participaciones significativas a través del registro de información regulada al que se refiere el art. 92 de la LMV, en el plazo máximo de tres días hábiles bursátiles a contar desde la recepción de la notificación por parte del sujeto obligado, no siendo necesario que la sociedad cotizada remita dicha información a la CNMV. Pero, ahora bien, a los efectos de lo establecido en el art. 23.3 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, la sociedad sí que deberá remitir a la CNMV cualquier modificación en el número de derechos de voto y de capital social, como máximo el último día hábil bursátil del mes en que se haya producido el incremento o disminución del capital o del número de los derechos de voto en función de lo establecido por el art. 38.2 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre.

(56) La notificación requerida constará en función de lo establecido desde el art. 34.1 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre de la siguiente información:

- a) Identificación del emisor al que se refiere la participación.
- b) Supuesto que origina la obligación de comunicar.
- c) Situación resultante, en términos de derechos de voto.
- d) La cadena de entidades controladas a través de las cuales se ejercen efectivamente los derechos de voto, en su caso. La notificación incluirá la denominación social de dichas entidades, el número de los derechos de voto y el porcentaje ostentado por cada entidad siempre que individualmente dispongan del 3% o más.
- e) La fecha en la que el porcentaje fue traspasado o alcanzado.
- f) La identidad del accionista, aun cuando éste no tenga derecho a ejercer derechos de voto, y la persona física o jurídica con derecho a ejercer los derechos de voto en nombre del accionista.

resultado de dichas operaciones, esa proporción alcance, supere o se reduzca por debajo de los umbrales del 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 35%, 40%, 45%, 50%, 60%, 70%, 75%, 80% y 90%⁽⁵⁷⁾.

— En tercer lugar, a comunicar a la CNMV⁽⁵⁸⁾ la proporción de derechos de voto que quede en su poder cuando adquiera acciones propias que atribuyan derechos de voto, en un solo acto o por actos sucesivos⁽⁵⁹⁾, bien por sí mismo, a través de una entidad controlada o por persona interpuesta⁽⁶⁰⁾, y dicha adquisición alcance o supere el 1% de los derechos de voto⁽⁶¹⁾, disponiendo de un plazo máximo de cuatro días de negociación desde dicha adquisición para efectuar la comunicación (arts. 53 bis de la LMV, y 40.1 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre)⁽⁶²⁾.

— En cuarto lugar, a hacer público y comunicar a la CNMV todo cambio en los derechos inherentes a sus valores, así como la información sobre las nuevas emisiones

(57) En función de lo preceptuado en el art. 23 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, los derechos de voto se calcularán sobre la totalidad de las acciones que los atribuyan, incluso en los supuestos en que el ejercicio de tales derechos esté suspendido y sobre la base del número total de derechos de voto de acuerdo con la publicación más reciente efectuada por el emisor y publicada en la página web de la CNMV.

(58) Una vez recibida la notificación, la CNMV incorporará las informaciones resultantes de la misma al registro de información regulada previsto en el art. 92 de la LMV, y podrá practicar de oficio, tal y como le habilita para ello el art. 42 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, las inscripciones referidas a hechos susceptibles de comunicación de los que haya tenido conocimiento en el ejercicio de sus facultades de investigación o supervisión.

(59) La obligación de comunicar surgirá en este caso de adquisición por actos sucesivos, cuando se produzca la operación o adquisición que, sumada a las realizadas desde la anterior comunicación, determine que en conjunto se sobrepase el porcentaje del 1 por 100 de los derechos de voto del emisor. A estos efectos, y en función de lo establecido por el art. 40.2 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, no se deducirán las enajenaciones o ventas.

(60) En función de lo establecido por el art. 40.3 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, no tendrán la consideración de persona interpuesta aquellas entidades que, actuando como contraparte de la sociedad cotizada, realicen operaciones que tengan como finalidad específica la cobertura del riesgo de mercado de un plan de opciones sobre acciones, concedido por la sociedad a sus administradores o empleados y que se formalice mediante instrumentos financieros que se liquiden únicamente por diferencias.

(61) La proporción se calculará sobre la base del número total de acciones que lleven aparejados derechos de voto, incluso en el supuesto en que el ejercicio de tales derechos esté suspendido, y de acuerdo con la publicación más reciente efectuada por el emisor y publicada en la página web de la CNMV.

(62) La notificación requerida tendrá que otorgarse en función del modelo contemplado en el anexo VI de la Circular 2/2007, de 19 de diciembre, de la CNMV, y constará de la siguiente información:

- a) Identificación de la sociedad cotizada, que adquiere o transmite sus propias acciones.
- b) En el caso de que la adquisición o enajenación se realice a través de otras personas, identificación de dichas personas.
- c) Con independencia de que la obligación a notificar se determine en relación con las adquisiciones, identificación de todas las operaciones realizadas, tanto de adquisición como de transmisión, y el precio al que se han realizado.
- d) La situación resultante en términos de acciones, derechos de voto y porcentaje.

de deuda (art. 35 bis.1 de la LMV). Además deberán comunicar a la CNMV, y al mercado donde estén admitidos a negociación sus valores, el proyecto de modificación del documento de constitución o sus estatutos sin demora, y en todo caso, en la fecha de convocatoria de la junta general que deba votar la modificación o ser informada de la misma (art. 35 bis.3 de la LMV). Asimismo, los directivos de la SOCIMI tendrán que comunicar a la CNMV, directamente o a través de la sociedad, el otorgamiento a su favor de cualquier sistema de retribución que conlleve la entrega de acciones de la sociedad en la que ejercen su cargo o de derechos de opción sobre éstas, o cuya liquidación se halle vinculada a la evolución del precio de esas acciones, así como las eventuales modificaciones posteriores de estos sistemas de retribución (art. 47 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre)⁽⁶³⁾. Y por último, y en el mismo sentido, las SOCIMI deberán cumplir las obligaciones de información a las que las somete la LSC, por cualquier medio técnico, informático o telemático, sin perjuicio de los derechos que corresponden a los accionistas, de acuerdo con la legislación aplicable, para solicitar la información en forma impresa, y asimismo deberán disponer de una página web⁽⁶⁴⁾ para atender el ejercicio, por parte de los accionistas, del derecho de información, y para difundir la información relevante, de acuerdo con lo dispuesto en el art. 82

(63) A estos efectos, se entenderá por directivo lo establecido en el art. 9.2 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, y el contenido de la notificación tendrá que formularse según el modelo establecido en el anexo VIII de la Circular 2/2007, de 19 de diciembre, de la CNMV.

(64) En efecto, en función de lo preceptuado en los arts. 4 de la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, y 7 de la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la CNMV, las sociedades cotizadas deberán contar con una página web que habrá de tener, al menos, el siguiente contenido:

- a) Los estatutos sociales.
- b) El Reglamento de la Junta General.
- c) El Reglamento del Consejo de Administración y en su caso los reglamentos de las Comisiones del Consejo de Administración.
- d) La memoria anual y el reglamento interno de conducta.
- e) Los informes de gobierno corporativo.
- f) Los documentos relativos a las Juntas Generales ordinarias y extraordinarias, con información sobre el orden del día, las propuestas que realiza el Consejo de Administración, así como cualquier información relevante que puedan precisar los accionistas para emitir su voto, dentro del período que señale la CNMV.
- g) Información sobre el desarrollo de las Juntas Generales celebradas, y en particular sobre la composición de la Junta General en el momento de su constitución, acuerdos adoptados con expresión del número de votos emitidos y el sentido de los mismos en cada una de las propuestas incluidas en el orden del día, dentro del período que señale la CNMV.
- h) Los cauces de comunicación existentes entre la sociedad y los accionistas, y, en particular, las explicaciones pertinentes para el ejercicio del derecho de información del accionista, con indicación de las direcciones de correo postal y electrónico a las que pueden dirigirse los accionistas.
- i) Los medios y procedimientos para conferir la representación en la Junta General, conforme a las especificaciones que establezca la CNMV.
- j) Los medios y procedimientos para el ejercicio del voto a distancia, de acuerdo con las normas que desarrollen ese sistema, incluidos en su caso los formularios para acreditar la asistencia y el ejercicio del voto por medios telemáticos en las Juntas Generales.
- k) Los hechos relevantes.

de la LMV (arts. 35 bis.3 y 117 de la LMV y 45 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre).

— En quinto lugar, a comunicar a la CNMV el reglamento de normas de régimen interno y funcionamiento del consejo de administración (art. 157.2 de la LSC).

— En sexto lugar, a comunicar a la CNMV el reglamento específico para la junta general, en donde se contemplarán todas aquellas materias que atañen a ésta con respecto a las materias reguladas en la Ley y en los estatutos (art. 513 de la LSC).

— En séptimo lugar, a comunicar a la CNMV de forma inmediata la celebración, prórroga o modificación de un pacto parasocial que tenga por objeto el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restrinja o condicione la libre transmisibilidad de las acciones (art. 519 de la LSC). Esta circunstancia, por la que la celebración, modificación o prórroga de los pactos parasociales requerirá, como condición de eficacia, su publicación, comunicación y depósito, y no producirá de otra forma efecto alguno, se da a efectos de que los mercados estén al corriente de los pactos parasociales.

— En octavo lugar, a hacer público mediante la página web de la sociedad con la calificación de hecho relevante y previa comunicación por vía telemática a través del sistema CIFRADO/CNMV, u otro similar, que, en su caso, establezca la CNMV, a la misma, del informe anual de gobierno corporativo en el que se vendrá a recoger una información completa y razonada sobre las estructuras y prácticas de gobierno que permitan conocer los datos relativos a los procesos de toma de decisiones y todos los demás que revelen aspectos importantes del gobierno societario, con objeto de que el mercado, los inversores y los accionistas puedan hacerse una imagen fiel y un juicio fundado de la sociedad. A estos efectos, el informe anual de gobierno corporativo contendrá una información reglada que no omita datos relevantes ni incluya informaciones que pueda inducir a error, recayendo la responsabilidad sobre su elaboración y contenido en el órgano de administración de la sociedad. Para ello, deberá estar redactado en un lenguaje claro y preciso, de forma que no dé lugar a la formación de un juicio erróneo entre sus destinatarios, realizándose las comprobaciones necesarias y adoptándose todas las medidas oportunas para asegurarse su veracidad, y tendrá como contenido mínimo el relativo a la indicación de la estructura de la propiedad de la sociedad⁽⁶⁵⁾,

⁽⁶⁵⁾ Dentro de este epígrafe, y en función de lo establecido desde los arts. 116.4.a) de la LMV y 1.1.a) de la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, se contendrá, al menos, la siguiente información:

1) Identidad de los accionistas que cuenten con participaciones significativas, directas, indirectas, o en virtud de pactos o acuerdos entre accionistas, de conformidad con lo establecido en el sentido del Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, junto con los respectivos porcentajes accionariales que ostente cada titular de participaciones significativas. A tales efectos, se entenderá por participación significativa aquella que alcance, de forma directa o indirecta, al menos el 5% del capital o de los derechos de voto de la entidad. También tendrán esta consideración aquellas participaciones que, sin llegar al porcentaje señalado, permitan ejercer una influencia notable en la sociedad. Además, se asimilará a una adquisición

la estructura de la administración de la misma⁽⁶⁶⁾, las operaciones vinculadas y de intragrupo⁽⁶⁷⁾, los sistemas de control del riesgo⁽⁶⁸⁾, el funcionamiento de la junta general y el desarrollo de las sesiones de la junta⁽⁶⁹⁾, así como el grado de seguimiento de las recomendaciones en materia de buen gobierno, o en su caso la explicación de su falta de seguimiento⁽⁷⁰⁾, y todo ello conforme al modelo de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, recogido en el anexo I de la Circular

de acciones la celebración de acuerdos o pactos con otros accionistas en virtud de los cuales las partes queden obligadas a adoptar, mediante un ejercicio concertado de los derechos de voto de que dispongan, una política común en lo que se refiere a la gestión de la sociedad o que tengan por objeto influir en la misma.

2) Relaciones de índole familiar, comercial, contractual o societaria que existan entre los titulares de las participaciones significativas y la sociedad, o entre los titulares de participaciones significativas entre sí, en la medida en que sean conocidas por la sociedad.

3) Señalamiento de las participaciones accionariales de que sean titulares los miembros del consejo de administración en la sociedad cotizada, tanto de forma agregada como individualizada.

4) Indicación de la existencia de pactos parasociales comunicados a la propia sociedad y a la CNMV y, en su caso, depositados en el Registro Mercantil.

5) Especificación del porcentaje de autocartera de la sociedad al cierre del último ejercicio, junto con las variaciones significativas que haya experimentado la autocartera, de acuerdo con lo dispuesto en el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo.

⁽⁶⁶⁾ Dentro de este epígrafe, y en función de lo establecido desde los arts. 116.4.b) de la LMV, y 1.1.b) de la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, se contendrá, al menos, la composición del consejo de administración, las reglas de organización y funcionamiento, la remuneración de los miembros, la indicación de que los consejeros hayan sido designados en representación de los titulares de participaciones significativas, así como la existencia e identidad de miembros del Consejo de Administración que sean, a su vez, miembros del Consejo de administración de sociedades que ostenten participaciones significativas en la sociedad cotizada.

⁽⁶⁷⁾ Dentro de este epígrafe, y en función de lo establecido desde los arts. 116.4.c) de la LMV y 1.1.c) de la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, se contendrá las operaciones realizadas con los accionistas significativos de la sociedad, las realizadas con administradores y directivos de la misma y del grupo de sociedades del que forme parte, así como las operaciones significativas realizadas con otras sociedades pertenecientes al mismo grupo.

⁽⁶⁸⁾ Dentro de este epígrafe, y en función de lo establecido desde los arts. 116.4.d) de la LMV y 1.1.d) de la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, se señalará si existen sistemas de control del riesgo relacionado con las actividades desarrolladas por la sociedad. La descripción de los sistemas de control de riesgo contendrá, al menos, la indicación de los riesgos cubiertos por el sistema, junto con la justificación de la adecuación de los sistemas de control de riesgos adoptados al perfil de riesgo de la sociedad.

⁽⁶⁹⁾ Dentro de este epígrafe, y en función de lo establecido desde los arts. 116.4.e) de la LMV y 1.1.e) de la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, se hará mención de la existencia y descripción del Reglamento de la Junta General, derechos de los accionistas en relación con la Junta General, datos de asistencia en Juntas Generales anteriores, y relación de los acuerdos adoptados por la Junta General durante el ejercicio.

⁽⁷⁰⁾ Con fecha 22 de mayo de 2006, el Consejo de la CNMV aprobó el Código Unificado de Buen Gobierno que las sociedades cotizadas deberán tomar como referencia al presentar los informes anuales de gobierno corporativo de los ejercicios 2007 y siguientes, y que figura como Anexo I del informe de 19 de mayo de 2006 del grupo especial de trabajo sobre Buen Gobierno de las sociedades cotizadas.

4/2007, de 27 de diciembre, de la CNMV, que deberá cumplimentarse además de conformidad con las instrucciones que figuran en él.

3. Relativas a las normas de conducta

Con el fin de dar primacía al aspecto deontológico en el mercado de valores, ante la observancia de la moralización del mercado público como vía que permite generar un eficiente marco de confianza sobre el comportamiento de sus miembros para preservar la integridad y la reputación de los mercados, garantizar un correcto y armónico funcionamiento de los mismos y proteger a los clientes en la adopción de sus decisiones de inversión⁽⁷¹⁾, se creó en nuestro sistema una normativa jurídica de ética profesional que, constituida por las disposiciones contenidas en su mayoría en el título VII de la LMV, y detentando como norma básica originaria la iniciada desde el derecho comunitario por unos principios, que contenidos en el código de conducta europeo sobre transacciones de valores mobiliarios (Recomendación de la CEE, de 25 de julio de 1977) y en las normas de conducta surgidas en las reuniones del Comité Técnico de la Organización Internacional de las Comisiones de Valores, reiterados por la Directiva 89/592/CEE, de 13 de noviembre, sobre operaciones con información privilegiada, y extendido su ámbito de operatividad más allá del *insider trading* por el art. 11 de la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión, ponían de

(71) Desde la aparición de determinados problemas en el mercado de valores y muy especialmente desde el crac bursátil de 1929 en EE.UU. se inició un proceso que, enfatizado en los años 80, y dirigido a la previsión de reglas de comportamiento, conllevó a que progresivamente la consideración ética de la bolsa comenzase a experimentar un gran auge (sobre el citado proceso *vid.* MELÉ CARNÉ, D., “Aspectos éticos de los mercados de valores”, en *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*, Ed. Instituto español de analistas financieros, Ariel Economía, Barcelona, 1996, pp. 487 y 488; CACHÓN BLANCO, J.E., “El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliarios. Aspectos teóricos y prácticos”, *RDBB*, núm. 55, 1994, pp. 636 y 637), y así, dado que el buen funcionamiento del mercado depende en gran medida de la confianza que se inspire a los inversores, a que la exigencia de corrección y transparencia en la conducta de los que intervienen en los mercados se configurase en una tarea esencial para la protección de los clientes y el mercado, tal y como ya había sido preconizado por GIRÓN TENA, J., “Sociedades y bolsa”, AA.VV., *Coloquio de derecho bursátil*, Ed. Instituto de estudios bancarios y bursátiles, Facultad de ciencias políticas, económicas y comerciales, Bilbao, 1970, p. 89; ALONSO ESPINOSA, F.J., “Intereses del inversor y derecho del mercado de valores”, *RDM*, núm. 208, 1993, p. 415; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del mercado de valores”, *RDBB*, núm. 76, 1999, p. 76; ALBELLÁ AMIGO, S., “La nueva legislación española y europea del mercado de valores: visión panorámica”, en AA.VV., *El nuevo mercado de valores. Seminario sobre el nuevo derecho español y europeo del mercado de valores organizado por el Consejo General del Notariado los días 20 y 21 de febrero de 1995*, Ed. Colegios Notariales de España, Madrid, 1995, p. 37; KIRCHNER, P. y SALINAS, C., *La Reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Ed. Biblioteca Jurídica Cuatrecasas, Tirant lo Blanch, Valencia, 1999, p. 320; RECINE, F., “Artículo 21, comma 1, lett. c), d), e)” en AA.VV. (a cura di RABITI BECLOGNI, C.), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Comentario al D. Leg. 24 febbraio 1998 núm. 58*, Ed. Giuffrè, Milán, 1998, pp. 179 y 180.

manifiesto la permeabilidad de la tradición anglosajona autorreguladora derivada del carácter privado de sus mercados de valores⁽⁷²⁾.

Así pues, quedan establecidas desde el marco jurídico del mercado de valores unas reglas esenciales para la eficiencia del mismo que permiten denominarse como normas de conducta.

Ahora bien, dado que estas normas de conducta vienen a caracterizarse por detentar como destinatarios, además de a las empresas de servicios de inversión, a las entidades de crédito, las instituciones de inversión colectiva⁽⁷³⁾, los analistas, los emisores y cuantas personas o entidades realicen, de forma directa o indirecta, actividades relacionadas con los mercados de valores (art. 80.1 de la LMV), también por ello resultan de vinculación igualmente a las SOCIMI.

Como consecuencia de tal circunstancia, a las SOCIMI les resulta de aplicación un conjunto de normas que, procedentes del mercado de valores, quedan identificadas por su ubicación en torno a un ámbito general de confianza pública sobre el debido comportamiento en el mercado con la finalidad de garantizar que el desarrollo de las prestaciones se efectuará en torno a los criterios de profesionalidad, moralidad y corrección, y en las que, además, la técnica legislativa de tutela que se adopta viene a configurarse a través de dos mecanismos. Estos son, en primer término, una normativa estatal derivada de los poderes de vigilancia del mercado, y en segundo lugar, una disciplina interna que faculta la presencia de normas autorreguladoras⁽⁷⁴⁾.

(72) En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J. y SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J., “La adaptación del derecho español del mercado de valores al derecho comunitario”, *RDBB*, núm. 44, 1991, p. 987; TAPIA HERMIDA, A.J., “Las normas de actuación en el mercado de valores (primeras reflexiones sobre el Real Decreto 629/93)”, *RDBB*, núm. 50, 1993, p. 320; CACHÓN BLANCO, J.E., “El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliarios...”, *op. cit.*, p. 637.

(73) En la misma línea también desde la disciplina jurídica reguladora de las instituciones de inversión colectiva (*vid.* arts. 65 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 96 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre) se establece la vinculación de las sociedades gestoras, las entidades depositarias, aquellas instituciones de inversión colectiva que revistiesen la forma de sociedad y cuya gestión integral no esté encomendada a una gestora, así como quienes desempeñen cargos de administración y dirección en todas ellas, sus empleados, agentes y apoderados a la normativa jurídica de ética profesional prevista desde el mercado de valores. Ahora bien, a efectos de tenerse en cuenta las particularidades detentadas por la institución, el legislador prevé una serie de especificaciones a través de la exigencia de la separación del depositario (arts. 68 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 100 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), la regulación de las operaciones vinculadas (arts. 67 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 99 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), así como con el deber de tenerse que efectuar las transacciones en condiciones de mercado (art. 66 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre).

(74) La tradición anglosajona a la que nuestro sistema se acogió por influjo francés no fue la derivada de un ordenamiento británico que, basado en fórmulas autorreguladoras, dejaba a los operadores la regulación de la actividad de los intermediarios y del mercado desde el respeto de las reglas dictadas por la *Securities and Investment Board* (SIB) y las establecidas por la *Financial Services Act* de 1986 y sus disposiciones de desarrollo, sino que tal influencia vino fundamentada en un sistema estadounidense que partía de la primacía de la ley como fórmula más idónea para la regulación del mercado y

En efecto, como consecuencia en primer término de tal circunstancia, a las SOCI-MI les resultan de aplicación unas normas de conducta compuestas por normas legales que les imponen los siguientes deberes:

1.º Cuando se dispusiera de información privilegiada, entendiendo por tal toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de la LMV, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación, se tendrá en función de lo preceptuado en los arts. 81 de la LMV, 1 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, así como en la Circular 4/2009, de 4 de noviembre de la CNMV⁽⁷⁵⁾, la obligación de salvaguardarla adoptando las medidas adecuadas para evitar que tal información pueda ser objeto de utilización abusiva o desleal. Pero además, ante la tenencia de tal información también se requerirá la prohibición de abstenerse de ejecutar por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, las siguientes conductas:

que permitía ejercer una cierta autodisciplina por los operadores (*vid.* SALINAS ADELANTADO, C., “Desregulación y neo regulación en el mercado de valores”, *RDM*, núm. 224, pp. 743 a 747; RABITTI, G.L., “Il conflitto di interessi tra investitori e brokers-dealers nell’esperienza anglo-americana”, *Rivista delle società*, núm. 1, 1989, p. 461; MOTTI, C., “La specializzazione degli intermediari finanziari: il modello britannico”, *Riv. Dir. della Banca e del Mercato Financiero*, 1988, pp. 209 y 210). Así pues, se configuró en nuestro ordenamiento jurídico, en aras de garantizar el correcto funcionamiento de un mercado ya desregulado, un equilibrio entre la regulación, esto es, la normativa estatal derivada de los poderes de vigilancia del mercado, y la libertad, es decir, la disciplina interna de los operadores financieros que facultaba la presencia de unas normas autorreguladoras que reforzaban la idea de profesionalidad en el sector.

⁽⁷⁵⁾ Sobre la información privilegiada *vid.* HERNÁNDEZ SAINZ, E., *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Thomson-Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2007, pp. 6 y ss.; ENTRENA RUIZ, D., *El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*, Thomson-Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2006, pp. 11 y ss.; MONROY ANTÓN, A.J., “El bien jurídico protegido en el delito de abuso de información privilegiada”, *RDBB*, núm. 98, 2005, p. 78; RODRÍGUEZ MOURULLO, G., “La criminalización del uso de información privilegiada entre el sí y el no”, *ARAJL*, núm. 37, 2007, p. 603; MINGUELL ELEIZALDE, B., “Información privilegiada”, en AA.VV., *Instituciones del mercado financiero. El mercado de valores, organización, control y sujetos intervinientes*, t. VI, Ed. La Ley, Madrid, 1999, p. 3969 y ss.; TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del mercado de valores*, Ed. Cálamo, Barcelona, 2003, pp. 3321 y ss.; PRAT RODRIGO, M., *El uso ilegal de información privilegiada en las ofertas públicas de adquisición de acciones*, Ed. Deusto, Bilbao, 1990, pp. 36 a 42; MARTÍNEZ FLORES, A., “Sobre los destinatarios de la prohibición de usar información privilegiada (art. 81.2 de la Ley del mercado de valores)”, en AA.VV., *Derecho de sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, t. III, Ed. MacGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 2811 y ss.; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y TAPIA HERMIDA, A.J., “El abuso de información privilegiada (*insider trading*) y operaciones de iniciados”, *RDBB*, núm. 28, 1987, pp. 790 y ss.; ZURITA, J., “The Spanish System of Insider Trading Regulation”, en *European Insider Delaing Law and Practice*, Hops y Wymmersch edits., Londres-Boston, 1991; *id.*, “El régimen español sobre *insider trading* y la propuesta de directiva comunitaria”, en AA.VV., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1991, pp. 1254 y ss.; TAPIA HERMIDA, A., “La prohibición de revelar información privilegiada: su delimitación y alcance para los miembros del órgano de administración o de control elegidos por los trabajadores”, *RDBB*, núm. 109, 2008, pp. 31 a 131.

- Preparar o realizar cualquier tipo de operación sobre los valores negociables o sobre instrumentos financieros, o sobre cualquier otro valor, instrumento financiero o contrato de cualquier tipo, negociado o no en un mercado secundario, que tenga como subyacente a los valores negociables o instrumentos financieros a los que la información se refiera.
- Comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo.
- Recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores negociables o instrumentos financieros o que haga que otro los adquiera o ceda basándose en dicha información.

2.^o Hacer público y difundir inmediatamente al mercado toda información relevante (art. 82 de la LMV)⁽⁷⁶⁾.

3.^o Durante las fases de estudio o negociación de cualquier tipo de operación jurídica o financiera que pueda influir de manera apreciable en la cotización de los valores o instrumentos financieros afectados tienen, en función de lo establecido en el art. 83 bis.1 de la LMV, la obligación de:

- Limitar el conocimiento de la información estrictamente a aquellas personas, internas o externas a la organización, a las que sea imprescindible⁽⁷⁷⁾. Además, para asegurar la confidencialidad de esa información la sociedad tendrá que controlar el acceso a ésta y, en particular, deberán adoptarse las medidas necesarias para negar el acceso a esa información a personas que no sean los que deban tenerla en el ejercicio de sus funciones, garantizar que las personas que tengan acceso a esa información conozcan las obligaciones legales que implica y sean conscientes de las sanciones relacionadas con el uso inadecuado o impropio de dicha información, así como difundir inmediatamente la información en el caso de que la sociedad no pudiera garantizar la confidencialidad de la información relevante pertinente.

(76) Sobre la citada obligación, recuérdese lo ya comentado en la p. 203 del presente trabajo.

(77) En este sentido, y en función de lo establecido en el art. 7 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, se viene a indicar que quedarán excluidos del deber de información al público los actos de estudio, preparación o negociación previos a la adopción de decisiones que tengan la consideración de relevantes, pudiendo en particular acogerse a tal circunstancia los supuestos siguientes:

- Negociaciones en curso, o circunstancias relacionadas con aquéllas, cuando el resultado o el desarrollo normal de esas negociaciones pueda verse afectado por la difusión pública de la información. En concreto, en el caso de que la viabilidad financiera del emisor esté en peligro grave e inminente, aunque no sea aplicable la legislación concursal, la difusión al mercado se podría retrasar durante un plazo limitado, si tal difusión pudiera poner en grave peligro el interés de los accionistas existentes y potenciales debilitando la conclusión de negociaciones específicas concebidas para garantizar la recuperación financiera a largo plazo del emisor.

- Decisiones adoptadas o contratos celebrados por el órgano de administración de un emisor que necesiten la aprobación de otro órgano del emisor para hacerse efectivos, cuando la organización de ese emisor exija la separación entre dichos órganos, siempre que la difusión pública de la información anterior a esa aprobación, junto con el anuncio simultáneo de que dicha aprobación está pendiente, pusiera en peligro la correcta evaluación de la información por parte del mercado.

- Llevar, para cada operación, un registro documental en el que consten los nombres de las personas a que se refiere el apartado anterior y la fecha en que cada una de ellas ha conocido la información⁽⁷⁸⁾.
- Advertir expresamente a las personas incluidas en el registro del carácter de la información y de su deber de confidencialidad y de la prohibición de su uso, así como de las infracciones y sanciones derivadas de su utilización inadecuada. Asimismo, también deberá informar a los interesados acerca de su inclusión en el registro y de los demás extremos previstos en la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal.
- Establecer medidas de seguridad para la custodia, archivo, acceso, reproducción y distribución de la información.
- Vigilar la evolución en el mercado de los valores por ellos emitidos y las noticias que los difusores profesionales de información económica y los medios de divulgación emitan y les pudieran afectar.
- En el supuesto de que se produzca una evolución anormal de los volúmenes contratados o de los precios negociados y existan indicios racionales de que tal evolución se está produciendo como consecuencia de una difusión prematura, parcial o distorsionada de la operación, difundir de inmediato un hecho relevante que informe, de forma clara y precisa, del estado en que se encuentra la operación en curso o que contenga un avance de la información a suministrar, todo ello sin perjuicio de lo establecido en el art. 82.4 de la LMV.

4.º Someter la realización de operaciones sobre sus propias acciones a medidas que eviten que las decisiones de inversión o desinversión puedan verse afectadas por el conocimiento de información privilegiada (art. 83 bis.2 de la LMV).

5.º Someter a los miembros de su órgano de administración y a los directivos a medidas que impidan el uso de información privilegiada sobre los valores emitidos por la propia sociedad u otras de su grupo (art. 83 bis.3 de la LMV).

6.º Sus administradores y directivos⁽⁷⁹⁾, así como las personas que tengan un vínculo estrecho con éstos⁽⁸⁰⁾, habrán de comunicar a la CNMV todas las operaciones

(78) En función de lo establecido en el art. 8 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, en dichos registros se deberá mencionar como mínimo la identidad de toda persona que tenga acceso a la información privilegiada, el motivo por el que figura en la lista, así como las fechas de creación y actualización de la lista. Asimismo, dicho registro habrá de ser actualizado inmediatamente cuando se produzca un cambio en los motivos por los que una persona consta en dicho registro, cuando sea necesario añadir una nueva persona a ese registro, así como en el caso en el que una persona que conste en el registro deje de tener acceso a la información privilegiada. Además la sociedad habrá de conservar los datos inscritos en el registro documental al menos durante cinco años después de haber sido inscritos o actualizados por última vez. Igualmente, deberá poner el registro a disposición de la CNMV, cuando ésta lo solicite.

(79) A los efectos de lo dispuesto en el art. 9 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, se entenderá por directivo cualquier responsable de alto nivel que tenga habitualmente acceso a la información privilegiada relacionada, directa o indirectamente, con la sociedad y que, además, tenga competencia para adoptar las decisiones de gestión que afecten al desarrollo futuro y a las perspectivas empresariales de la misma.

(80) A los efectos de lo dispuesto en el art. 9 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, se entenderá por persona que tiene un vínculo estrecho con los administradores o directivos el cónyuge del

realizadas sobre las acciones de la sociedad admitidas a negociación en un mercado regulado (arts. 83 bis.4 de la LMV, 9 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, y Circular 2/2007, de 19 de diciembre)⁽⁸¹⁾.

7.º Abstenerse de la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios (arts. 83 ter de la LMV y 2 y 3 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre)⁽⁸²⁾.

Pero además de todo lo anterior, y de tal forma en segundo lugar, también aquella técnica jurídica de tutela adoptada por las normas de conducta se configura desde la exigencia a las SOCIMI de normas disciplinarias internas elaboradas por la propia sociedad. Esta circunstancia se refleja en el requerimiento establecido desde el art. 80.2 de la LMV, de tener que elaborar un reglamento interno de conducta que tendrán que remitir a la CNMV, y en el que deberán incorporar las previsiones contenidas en los arts. 82 y 83 bis de la LMV, así como en sus disposiciones de desarrollo, y todo ello junto a la exigencia de tener que remitir un compromiso por escrito que garantice la actualización de dichos reglamentos internos de conducta y que su contenido es cono-

administrador o directivo o cualquier persona unida a éste por una relación de afectividad análoga a la conyugal, conforme a la legislación nacional, así como los hijos que tenga a su cargo y aquellos otros parientes que convivan con él o estén a su cargo, como mínimo, desde un año antes de la fecha de realización de la operación. Además, también se considerarán como tales cualquier persona jurídica o cualquier negocio jurídico fiduciario en el que los administradores o directivos o las personas anteriormente señaladas sean directivos o administradores; o que esté directa o indirectamente controlado por alguno de los anteriores; o que se haya creado para su beneficio; o cuyos intereses económicos sean en gran medida equivalentes a los de los anteriores.

(81) La notificación a la que se refieren estos preceptos habrá de efectuarse en los cinco días hábiles siguientes a aquél en el que tiene lugar la transacción. Además, dicha notificación deberá incluir el nombre de la persona que ejerza un cargo directivo en la sociedad o, cuando proceda, el nombre de la persona que tenga un vínculo estrecho con ella, el motivo de la obligación de notificación, el nombre de la sociedad, la descripción del valor financiero, la naturaleza de la operación, la fecha y el mercado en el que se haga la operación, así como el precio y volumen de la misma.

(82) En base al art. 83 ter de la LMV, se concreta esta obligación considerando como prácticas prohibidas:

1.º Las operaciones u órdenes que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los valores negociables o instrumentos financieros, o que aseguren por medio de una o varias personas el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial, a menos que la persona que hubiese efectuado las operaciones o emitido las órdenes demuestre la legitimidad de sus razones y que éstas se ajustan a las prácticas de mercado aceptadas en el mercado regulado de que se trate.

2.º Las operaciones u órdenes que empleen dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o maquinación.

3.º La difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido Internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa.

cido, comprendido y aceptado por todas las personas pertenecientes a la organización a las que resulte de aplicación⁽⁸³⁾.

IV. VÍAS PARA EL EJERCICIO DEL CONTROL PÚBLICO DEL MERCADO DE VALORES

1. Régimen de supervisión e inspección: sujetos y competencias

En aras de velar por la observancia de las normas de ordenación y disciplina establecidas en el mercado de valores, entendiéndose por tales las leyes y disposiciones administrativas de carácter general que contengan preceptos específicamente referidos a las entidades comprendidas en el art. 84.1 y 2 de la LMV, o a la actividad relacionada con el mercado de valores y que sean de obligatoria aplicación (art. 95.3 de la LMV), y de tal modo, con la pretensión de hacer efectivo el principio de protección del inversor del que tales disposiciones surgen, en función del interés público que demanda una adecuada tutela se justifica la intervención de la entidad rectora de tal sector del mercado, esto es, la CNMV, reconociéndosele el ejercicio de una serie de funciones que operan como un cierre del sistema esencial para la eficiencia de las normas⁽⁸⁴⁾.

Éstas son, en primer término, las facultades de supervisión e inspección (arts. 13 y 84 a 87 de la LMV) de la actividad de cuantas personas actúan en el mercado⁽⁸⁵⁾ a través del ejercicio de una serie de funciones fundamentalmente informativas, y que a su vez también podrán utilizar para prestar cooperación con las autoridades competentes de los Estados miembros de la Unión Europea (art. 91 de la LMV), o de terceros países con los que hubiesen celebrado acuerdos de cooperación (art. 91 quater de la LMV).

Así pues, y dado que las sociedades cotizadas padecen una sumisión subjetiva, permanente y amplia al derecho del mercado de valores, puesto que su condición

(83) Desde el art. 80.2 de la LMV se viene además a indicar que en aquellos casos en que se detectase que el contenido del reglamento interno de conducta no se ajustase a lo dispuesto anteriormente o no es adecuado a la naturaleza o al conjunto de actividades desarrollado, la CNMV podrá requerirle para que incorpore al reglamento cuantas modificaciones o adiciones juzgue necesarias.

(84) Aceptando esta consideración en relación con el marco de actuación establecido desde el mercado de crédito *vid.* FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, T.R., “El ordenamiento crediticio y bancario español: reflexiones después de la crisis”, AA.VV., *Comentarios a la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito*, Ed. Fundación fondo para la investigación económica y social, Madrid, 1989, p. 22.

(85) *Vid.* en relación con las empresas de servicios de inversión los arts. 64 y 84.1 de la LMV, y 1.1 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero; en referencia a las entidades de crédito los arts. 65.1 y 84.2 de la LMV, y 1.2 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero; en alusión a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva los arts. 65.2 y 84.2 de la LMV, y 1.5 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, y en razón a cuantas personas realicen actividades relacionadas con el mercado de valores los arts. 80.1 y 84.2 de la LMV.

implica el cumplimiento de una serie de deberes jurídicos con independencia de que se realice una operación de emisión de valores en un determinado momento y que quedan sometidas al derecho del mercado de valores en su integridad, es decir, en las normas del mercado primario de valores y en las de los mercados secundarios oficiales de valores, el ámbito de las facultades de supervisión e inspección de la CNMV resultará de vinculación a las SOCIMI en cuanto al cumplimiento de tal normativa mobiliaria (arts. 80.1 y 84.2 de la LMV).

De esta forma, y dado que el alcance de las funciones supervisoras e inspectoras atribuidas a la CNMV, por la LMV, son fundamentalmente informativas, ésta tendrá la potestad de recabar de las SOCIMI cuantas informaciones estime precisas. Éstas son, en función de lo establecido en el art. 85 de la LMV, el derecho a:

- 1.º Acceder a cualquier documento bajo cualquier forma y recibir una copia del mismo.
- 2.º Requerir información de cualquier persona y, si es necesario, citar y tomar declaración a una persona para obtener información.
- 3.º Realizar inspecciones con presencia física en cualquier oficina o dependencia de las entidades y empresas.
- 4.º Requerir los registros telefónicos y de tráfico de datos de que dispongan.
- 5.º Requerir el cese de toda práctica que sea contraria a las disposiciones establecidas en la LMV, y sus normas de desarrollo.
- 6.º Solicitar el embargo o la congelación de activos.
- 7.º Exigir la prohibición temporal para ejercer la actividad.
- 8.º Recabar de los auditores de las empresas de servicios de inversión y de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales cualquier información que hayan obtenido en el ejercicio de su función.
- 9.º Adoptar cualquier tipo de medida para asegurarse de que las empresas de servicios de inversión y los mercados secundarios oficiales sigan cumpliendo los requisitos legales.
- 10.º Acordar la suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que las personas físicas o jurídicas puedan hacer en el mercado de valores.
- 11.º Acordar la suspensión o exclusión de la negociación de un instrumento financiero, ya sea en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación.
- 12.º Remitir asuntos para su procesamiento penal.
- 13.º Autorizar a auditores o expertos a llevar a cabo verificaciones o investigaciones, de acuerdo con lo previsto en la letra c) del apartado 4 del art. 91 de la LMV.
- 14.º En el ejercicio de la función de comprobación de la información periódica a que se refiere el art. 35.4 de la LMV, la CNMV podrá recabar de los auditores de cuentas de la sociedad cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, mediante requerimiento escrito, cuantas informaciones o documentos sean necesarios, de conformidad con lo establecido en la Ley 19/1988, de 11 de julio, de Auditoría de Cuentas.

2. Régimen sancionador

Como segunda de las funciones atribuidas a la CNMV, en aras del reconocimiento del ejercicio de una serie de funciones que operen como un cierre del sistema esencial para la eficiencia de las normas del mercado de valores, y basada en las facultades coercitivas detentadas por ella, también se le viene a atribuir —junto a la convergencia de otras entidades⁽⁸⁶⁾— una potestad sancionadora administrativa (arts. 13 y 84 de la LMV)⁽⁸⁷⁾ independiente con respecto a la penal⁽⁸⁸⁾, que resulta concretada mediante un régimen de infracciones y sanciones (arts. 95 a 106 de la LMV) que será de aplicación a las personas físicas y jurídicas que estuviesen sometidas al régimen de supervisión de la LMV, que violasen las normas de ordenación y disciplina tipificadas en el elenco de infracciones establecidas en los arts. 99, 100 y 101 de la LMV.

Por tal circunstancia, la relación jurídica sancionadora es una ecuación de tres factores.

⁽⁸⁶⁾ En efecto, junto a la competencia de la CNMV para la incoación e instrucción de los expedientes sancionadores [art. 97.1.a) de la LMV], la imposición de sanciones por infracciones graves y leves [art. 97.1.b) de la LMV], así como para proponer al Ministerio de Economía y Hacienda la imposición de sanciones muy graves [art. 97.1.c) de la LMV], también tienen capacidad sancionadora el Ministerio de Economía y Hacienda, que a propuesta de la CNMV, y previo informe de su comité consultivo, será el legitimado para la imposición de sanciones por infracciones muy graves [art. 97.1.c) de la LMV], así como el Consejo de ministros, en tanto que es el competente para imponer la sanción de revocación de la autorización inicialmente concedida a la entidad [art. 97.1.c) de la LMV].

⁽⁸⁷⁾ Ambas facultades de supervisión e inspección, así como de incoación e instrucción de los expedientes sancionadores, se reconocen a favor de la CNMV, sin perjuicio de que, en base a los arts. 84.7 y 97.2 de la LMV, correspondan a las Comunidades Autónomas que las tengan atribuidas en las normas orgánicas que distribuyan las competencias en el ámbito interno en la respectiva Comunidad Autónoma y en relación con los organismos rectores de mercados secundarios de ámbito autonómico y sobre las demás personas o entidades referidas en los arts. 84 1 y 2 de la LMV, en referencia a las operaciones sobre valores admitidos a negociación únicamente en los mismos.

⁽⁸⁸⁾ La norma del art. 96 de la LMV se articula sobre un esquema de regla-excepción que permite la compatibilidad de sanciones administrativas y penales, por lo que hace surgir la duda sobre si queda con ello superada la exigencia de un principio *non bis in idem* que impide —según la STC de 30 de enero de 1981— que recaiga duplicidad de sanciones administrativa y penales en los casos en que se aprecie la identidad del sujeto, hecho y fundamento, dado que muchas de las infracciones mencionadas en la LMV están incursas en tipos penales al tener especial aplicación los delitos de estafa (art. 248 del CP), de apropiación indebida (art. 252 del CP), de información privilegiada (art. 285 del CP) y de maquinaciones para alterar el precio de las cosas (art. 284 del CP), si bien, y siguiendo a JIMENEZ BLANCO, A., *Derecho público del mercado de valores*, Ed. Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 1989, p. 180, se puede considerar que tal conclusión puede parecer apresurada porque el ordenamiento jurídico público del mercado de valores y la autoridad del mismo, esto es la CNMV, están abocados a hacer de estos bienes jurídicos su misma *ratio essendi*, lo cual nos coloca en una perspectiva bien distinta de la de otros sectores del ordenamiento y por supuesto de la genérica que contempla el Código Penal. De este modo, la LMV ha querido ser lo mismo que el derecho bancario (art. 2 de la Ley 26/1988, de 29 de julio), al ser bien diferentes la situación subyacente y la tradición de que pueden blasonar. En resolución, no puede decirse que la LMV sea inconstitucional, pero sí que se sitúa en el límite mismo de las posibilidades del legislador.

En primer término, un sujeto que esté sometido al régimen de supervisión de la LMV, y por consiguiente una SOCIMI, junto a quienes ostenten de hecho o de derecho cargos de administración o dirección en ellas⁽⁸⁹⁾.

En segundo lugar, una acción, en tanto que esas infracciones atienden a un principio general de tipicidad legal y a un criterio de interpretación estricta, de tal manera que la conducta infractora de las SOCIMI tiene que estar subsumida en alguno de los tipos de infracciones muy graves, graves y leves establecidas en los arts. 99⁽⁹⁰⁾, 100⁽⁹¹⁾ y 101⁽⁹²⁾ de la LMV.

⁽⁸⁹⁾ Ostentan cargos de administración o dirección, en base al art. 95 de la LMV, para tal circunstancia los administradores o miembros de sus órganos colegiados de administración, así como los directores generales y asimilados, entendiéndose por tales aquellas personas que, de hecho o de derecho, desarrollen en la entidad funciones de alta dirección.

⁽⁹⁰⁾ Constituyen infracciones muy graves de las personas físicas y jurídicas a las que se refiere el art. 95 de la LMV los siguientes actos u omisiones:

a) El incumplimiento de lo dispuesto en el art. 83 ter de la LMV, cuando produzca una alteración significativa de la cotización.

b) El incumplimiento, por parte de las entidades a las que se refieren el art. 35 de la LMV, de la obligación de someter sus cuentas anuales e informes de gestión individuales y consolidados a la revisión definida en el art. 35.1 por parte del auditor de cuentas; el incumplimiento de las obligaciones de remisión de la información regulada prevista en el art. 35, cuando exista un interés de ocultación o negligencia grave atendiendo a la relevancia de la comunicación no realizada y a la demora en que se hubiese incurrido, así como el suministro a la CNMV de la información financiera regulada con datos inexactos o no veraces, o de información engañosa o que omita maliciosamente aspectos o datos relevantes.

c) La realización de ofertas públicas de venta o suscripción o la admisión a negociación sin cumplir los requisitos de los arts. 25.3 y 4, 26.1, 30 bis o 32, la colocación de la emisión sin atenderse a las condiciones básicas establecidas en el folleto, en caso de que deba elaborarse dicho documento, o la omisión de datos relevantes o la inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño en dicho documento, cuando, en todos estos supuestos, la cuantía de la oferta o de la admisión, o el número de inversores afectados, sean significativos.

d) El incumplimiento de la obligación establecida en el art. 82 de la LMV, cuando de ello se derive un perjuicio grave para el mercado, el incumplimiento de los requerimientos de la CNMV, formulados en virtud del art. 89 de la LMV, así como el suministro a la misma de datos inexactos o no veraces, o la aportación a la misma de información engañosa o que omita maliciosamente aspectos o datos relevantes.

e) El incumplimiento de las obligaciones establecidas en el art. 81.2 de la LMV, cuando el volumen de los recursos o de los valores o de los instrumentos financieros utilizados en la comisión de la infracción sea relevante o el infractor haya tenido conocimiento de la información por su condición de miembro de los órganos de administración, dirección o control del emisor, por el ejercicio de su profesión, trabajo o funciones o figure o debiera haber figurado en los registros a los que se refieren los arts. 83 y 83 bis de esta Ley.

f) El incumplimiento de la obligación de adoptar las medidas preventivas establecidas en los arts. 81.4 y 83 bis de la LMV, cuando dicho incumplimiento haya tenido lugar con ocasión de una concreta operación constitutiva de información privilegiada de acuerdo con lo previsto en el art. 81 de la LMV.

g) La inobservancia del deber de información previsto en el art. 35 bis de la LMV, cuando exista un interés de ocultación o negligencia grave, atendiendo a la relevancia de la comunicación no realizada y a la demora en que se hubiese incurrido.

Y en tercer lugar, la responsabilidad administrativa de la persona infractora que se traduce en la imposición de la sanción administrativa a través del procedimiento

h) El incumplimiento de la obligación de presentar una oferta pública de adquisición de valores; su presentación fuera del plazo máximo establecido o con irregularidades esenciales que impidan a la CNMV tenerla por presentada o autorizarla; o la realización de la oferta pública sin la debida autorización.

i) La falta de publicación o de remisión a la CNMV de la información y documentación que haya de publicarse o enviarse a aquélla, como consecuencia de actuaciones que obliguen a la presentación de una OPA, en el transcurso de la misma o una vez finalizada, cuando la información o documentación afectada sea relevante, o la cuantía de la oferta o el número de inversores afectados sea significativo.

j) La publicación o el suministro de información o documentación relativas a una OPA, con omisión de datos o con inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño, cuando la información o documentación afectada sea relevante, o la cuantía de la oferta o el número de inversores afectados sea significativo.

k) La realización de actos fraudulentos o la utilización de personas físicas o jurídicas interpuestas con la finalidad de conseguir un resultado cuya obtención directa implicaría, al menos, la comisión de una infracción grave, así como la intervención o realización de operaciones sobre valores que implique simulación de las transferencias de la titularidad de los mismos.

l) La negativa o resistencia a la actuación supervisora o inspectora de la CNMV, por parte de las personas físicas y jurídicas a las que se refiere el art. 84 de la Ley, siempre que medie requerimiento expreso y por escrito al respecto.

m) Las infracciones graves cuando durante los cinco años anteriores a su comisión hubiera sido impuesta al infractor sanción por el mismo tipo de infracción.

(91) Constituyen infracciones graves de las personas físicas y jurídicas a que se refiere el art. 95 de la LMV los siguientes actos u omisiones:

a) La falta de comunicación, depósito o publicación de los hechos relevantes a los que se refiere la LMV.

b) La falta de remisión en plazo a la CNMV de cuantos documentos o informaciones deban remitírsele o ésta requiera en el ejercicio de sus funciones, siempre que la citada Comisión hubiera recordado por escrito la obligación o reiterado el requerimiento.

c) La falta de elaboración o de publicación del informe anual de gobierno corporativo a que se refiere el art. 116 de la LMV, o la existencia en dicho informe de omisiones o datos falsos o engañosos.

d) La falta de comunicación de informaciones a los organismos rectores de los mercados secundarios, oficiales o no, o a la CNMV, en los casos en que dicha comunicación sea preceptiva con arreglo a la LMV, así como el incumplimiento de las obligaciones de difusión y disposición pública de información contenida en los arts. 35 y 35 bis de la LMV, cuando no constituya infracción muy grave conforme al art. 99 de la LMV.

e) La realización de OPV, o la suscripción o admisión a negociación sin cumplir los requisitos de los arts. 25.3 y 4, 26.1, 30 bis o 32 de la LMV, la colocación de la emisión sin atenerse a las condiciones básicas establecidas en el folleto, en caso de que deba elaborarse dicho documento, o la omisión de datos relevantes o la inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño en dicho documento, cuando, en todos estos supuestos, no se considere infracción muy grave de acuerdo con lo dispuesto en el art. 99 de la LMV.

f) La inexistencia de la página web prevista en el apartado 5 del art. 82 de la LMV, o la falta de la información señalada en dichos artículos o en sus normas de desarrollo.

g) Las infracciones leves cuando durante los dos años anteriores a su comisión el infractor haya sido objeto de sanción por el mismo tipo de infracción.

h) El incumplimiento de lo dispuesto en el apartado 1 del art. 81 de la LMV.

sancionador contemplado en el art. 98 de la LMV, y mediante la aplicación de sanciones administrativas por infracciones muy graves, graves y leves.

En materia de procedimiento sancionador resulta de aplicación la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común y su desarrollo reglamentario, con las especialidades resultantes de los arts. 21 a 24 y 7, 14 y 15 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e intervención de las entidades de crédito. Así, las resoluciones sancionadoras serán ejecutivas en cuanto pongan fin a la vía administrativa y se podrán adoptar en su caso las disposiciones cautelares precisas para garantizar su eficacia. La imposición de las sanciones deberá constar en el correspondiente registro administrativo de la CNMV, y se publicará en el BOE. El Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV, puede condonar total o parcialmente o aplazar el pago de las multas impuestas cuando haya habido un cambio del control accionarial, cuando estén incursas en un procedimiento concursal o se den otras circunstancias excepcionales que hagan que el cumplimiento de la sanción en sus estrictos términos atente contra la entidad o perjudique a los intereses generales.

Con respecto al contenido de las sanciones, cabe distinguir dos grandes categorías según los sujetos infractores.

i) La infracción de las normas de conducta establecidas en el título VII de la LMV, o en las disposiciones dictadas en su desarrollo, cuando no constituyan infracción muy grave, con arreglo a lo previsto en el art. 99 de la LMV.

j) El incumplimiento por las entidades emisoras con valores admitidos a negociación en los mercados secundarios de valores de sus obligaciones respecto del sistema de registro de dichos valores.

k) El incumplimiento de lo dispuesto en el art. 83 ter de la LMV, cuando no constituya infracción muy grave conforme a lo dispuesto en el art. 99 de la LMV.

l) El incumplimiento de lo dispuesto en el apartado 2 del art. 81 de la LMV cuando no constituya infracción muy grave.

m) La falta de publicación o de remisión a la CNMV de la información y documentación que haya de publicarse o enviarse a aquélla, como consecuencia de actuaciones que obliguen a la presentación de una OPA, en el transcurso de la misma o una vez finalizada, cuando no sea infracción muy grave de acuerdo con lo dispuesto en el art. 99 de la LMV.

n) La publicación o el suministro de información o documentación relativas a una OPA, con omisión de datos o con inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño, cuando no fuera infracción muy grave de acuerdo con lo dispuesto en el art. 99 de la LMV.

o) La falta de inclusión en el informe de gestión de las sociedades cotizadas de la información exigida por el art. 116 bis de la LMV o la existencia de omisiones o datos falsos o engañosos.

(92) Constituyen infracciones leves de las entidades y personas a que se refiere el art. 95 de la LMV aquellas infracciones de preceptos de obligada observancia comprendidos en las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores que no constituyan infracción grave o muy grave conforme a lo dispuesto en los arts. 99 y 100 de la LMV.

En primer término, las sanciones que se pueden imponer a las SOCIMI infractoras por la comisión de infracciones muy graves (art. 102 de la LMV)⁽⁹³⁾, graves (art. 103 de la LMV)⁽⁹⁴⁾ y leves (art. 104 de la LMV)⁽⁹⁵⁾.

Y en segundo lugar, las sanciones que se pueden imponer a los administradores o directores de las SOCIMI, responsables de las infracciones muy graves o graves, establecidas en los arts. 105⁽⁹⁶⁾ y 106 de la LMV⁽⁹⁷⁾, respectivamente.

⁽⁹³⁾ Por la comisión de infracciones muy graves se impondrá al infractor una o más de las siguientes sanciones:

a) Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cantidades: el quíntuplo del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción; el 5 por 100 de los recursos propios de la entidad infractora; el 5 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 600.000 euros.

b) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en los mercados de valores durante un plazo no superior a cinco años.

c) Exclusión de la negociación de un instrumento financiero en un mercado secundario o en un sistema multilateral de negociación.

⁽⁹⁴⁾ Por la comisión de infracciones graves se impondrá al infractor una o más de las siguientes sanciones:

a) Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cifras: el doble del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción; el 2 por 100 de los recursos propios de la entidad infractora; el 2 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 300.000 euros.

b) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en los mercados de valores durante un plazo no superior a un año.

c) Cuando se trate de la infracción prevista en la letra x) del art. 100, en relación con el incumplimiento de las obligaciones establecidas en el art. 81, se impondrá en todo caso la sanción recogida en la letra a) anterior y, además, una de las sanciones previstas en los apartados b) o c) del art. 103 de la LMV, sin que la multa que, en su caso, se imponga, pueda ser inferior a 12.000 euros.

⁽⁹⁵⁾ Por la comisión de infracciones leves se impondrá al infractor la sanción de multa por importe de hasta 30.000 euros.

⁽⁹⁶⁾ En efecto, 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 o más 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 300.500 euros.

b) Suspensión en el ejercicio del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en la entidad 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 apartado 1 del art. 84 o en una entidad de crédito por plazo no superior a diez años.

e) Cuando se trate de la infracción prevista en la letra o) del art. 99 de la LMV, se impondrá en todo caso la sanción recogida en la letra a) anterior del presente artículo, sin que la multa pueda ser inferior a 30.000 euros.

⁽⁹⁷⁾ 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 o más 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 150.250 euros.
- b) Suspensión en el ejercicio de todo cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en la entidad por plazo no superior a un año.
- c) Cuando se trate de la infracción prevista en la letra x) del art. 100, en relación con el incumplimiento de las obligaciones establecidas en el art. 81, se impondrá en todo caso la sanción recogida en la letra a) anterior del presente artículo, sin que la multa pueda ser inferior a 12.000 euros.

DE NUEVO SOBRE LA NATURALEZA EJECUTIVA DEL PROCESO CAMBIARIO

DR. FEDERICO ADAN DOMÈNECH

*Profesor Agregado de Derecho Procesal
Universidad Rovira i Virgili*

RESUMEN

En el presente artículo se aborda el análisis de una de las cuestiones más debatidas a nivel doctrinal y jurisprudencial en relación al proceso cambiario. La política legislativa no ha sabido solucionar la problemática existente en relación a la naturaleza jurídica de este especial procedimiento destinado a la tutela judicial del crédito. En el trabajo se analizan los diferentes textos normativos cuya regulación incide de forma directa o indirecta en el carácter ejecutivo o declarativo del juicio cambiario. La entrada en vigor de la Ley 13/2009, de 3 de noviembre, de reforma de la legislación procesal para la implantación de la nueva Oficina judicial, y la modificación que efectúa en el articulado de la Ley de Enjuiciamiento Civil, reabre de nuevo la discusión en torno a la naturaleza jurídica de esta modalidad procedimental.

Palabras clave: Ejecutivo, declarativo, cambiario, título ejecutivo, requerimiento de pago, embargo, efecto timbrado.

ABSTRACT

The present article analyzes one of the most hotly-debated issues in the doctrine and jurisprudence regarding small claims proceedings. Legislative policy has not been able to solve the problems concerning the legal nature of this special procedure designed for the legal protection of credit. This paper analyzes the various regulatory texts that directly or indirectly affect the executory or declaratory nature of small claims trials. The entry into force of Law 13/2009 of November 3rd, which reforms the procedural legislation for the implementation of the new Legal Office, and which modifies the articles of the Law of Civil Trials, reopens the debate about the legal nature of this procedure.

Key words: Executory, declaratory, small claim, writ of execution, payment demand, sequestration, stamped papers.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN. POSTURAS DOCTRINALES Y JURISPRUDENCIALES CONFRONTADAS.
- II. LEY 13/2009, DE 3 DE NOVIEMBRE, DE REFORMA DE LA LEGISLACIÓN PROCESAL PARA LA IMPLANTACIÓN DE LA NUEVA OFICINA JUDICIAL.
- III. TEXTOS LEGALES OBJETO DE DEBATE EN TORNO A LA NATURALEZA JURÍDICA DEL PROCESO CAMBIARIO.

1. El origen de la discusión: Ley de Enjuiciamiento Civil de 1881.

2. Reformas legislativas que no solucionan la controversia.

A) Ley 19/1985, de 16 de julio, Cambiaria y del Cheque.

B) Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil.

C) Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, por el que se aprueba el nuevo texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

I. INTRODUCCIÓN. POSTURAS DOCTRINALES Y JURISPRUDENCIALES CONFRONTADAS

La determinación de la naturaleza ejecutiva o declarativa del juicio cambiario ha constituido, tradicionalmente, objeto de discusión entre la doctrina procesal y la jurisprudencia de nuestros Tribunales. Sobre este punto, no ha existido una posición unánime respecto a su calificación jurídica, originándose dos posiciones contrapuestas entre sí, en función de la atribución de carácter ejecutivo o declarativo a este proceso, naturaleza que condiciona tanto la actividad procesal de las partes y del órgano judicial como los efectos jurídicos de las diferentes instituciones que conforman la tramitación de esta vía procesal, incidencia que resulta patente en aspectos tales como la naturaleza jurídica del embargo trabado en el proceso, la limitación de los motivos de oposición, los plazos de formulación de la declinatoria, la exigencia del cumplimiento de los requisitos fiscales del documento cambiario, la innecesariedad de presentar demanda ejecutiva, etc.

La política legislativa efectuada en el ámbito procesal, lejos de solucionar tal problemática, ha restaurado sucesivamente su discusión, como consecuencia de los diferentes textos normativos que entre sus novedades regulaban, de manera directa o indirecta, aspectos que sustancialmente afectaban a la naturaleza jurídica del juicio cambiario o a sus elementos configuradores.

En este artículo se pretende poner de relieve la discusión doctrinal y jurisprudencial surgida sobre tal cuestión en las múltiples reformas legislativas, resaltando las modificaciones introducidas por la Ley 13/2009, de 3 de noviembre, de reforma de la legislación procesal para la implantación de la nueva Oficina judicial⁽¹⁾ en el articulado de la Ley de Enjuiciamiento Civil, novedades respecto de las cuales resulta justificado defender que se posicionan a favor del discutido carácter ejecutivo del proceso cambiario, y que por tanto son susceptibles de reabrir de nuevo el debate en torno a su naturaleza jurídica.

(1) BOE núm. 266, miércoles 4 de noviembre de 2009.

II. LEY 13/2009, DE 3 DE NOVIEMBRE, DE REFORMA
DE LA LEGISLACIÓN PROCESAL PARA LA IMPLANTACIÓN
DE LA NUEVA OFICINA JUDICIAL

Del análisis crítico de la reforma procesal efectuada por la Ley 13/2009, de 3 de noviembre, se observa la incorporación de notas sustanciales que informan al conjunto de las novedades legislativas que inciden directamente en la configuración del proceso cambiario.

Así, del resultado final de la reforma existen dos extremos que permiten definir al proceso cambiario como juicio ejecutivo. El primero de ellos, derivado de las actividades que se sustraen del nuevo y ampliado ámbito competencial del secretario judicial, y en segundo lugar de la calificación jurídica de las actividades decretadas en la tramitación del juicio cambiario.

A) Actividades ajenas al ámbito competencial del secretario judicial: Uno de los principales objetivos del legislador se ha concretado en ampliar las funciones atribuidas a la figura del secretario judicial, aumentándose sus responsabilidades en el funcionamiento de la oficina judicial. Este objetivo es expresamente puesto de manifiesto en la propia Exposición de Motivos de la Ley 13/2009, al afirmar en el párrafo primero y segundo de su segundo apartado: “Una de las claves fundamentales para que las Oficinas judiciales alcancen el objetivo de prestar un servicio próximo y de calidad, recogido en la Carta de Derechos de los ciudadanos ante la Justicia, reside indudablemente en los profesionales que trabajan para la Administración de Justicia, en concreto y por lo que ahora nos ocupa, los Secretarios judiciales. No ha de olvidarse que se trata de técnicos en Derecho, cuya capacitación les permite responsabilizarse de determinadas materias que si bien quedan fuera de la potestad jurisdiccional atribuida con exclusividad a Jueces y Tribunales, no por ello son menos importantes para la buena marcha del servicio público que constituye a la Administración de Justicia (...). Y para que esto ocurra es indispensable que se lleve a efecto la reforma de las Leyes procesales, de modo que a los Secretarios judiciales les sean atribuidas no sólo las funciones de impulso formal del procedimiento que tenían hasta ahora, sino también otras funciones que les permitirán adoptar decisiones en materias colaterales a la función jurisdiccional pero que resultan indispensables para la misma”.

En cuanto al inicio de los procesos civiles, el secretario judicial asume la labor de decidir respecto de la admisión de las demandas presentadas, considerando el legislador esta decisión como una actividad de carácter reglado, en la que debe el secretario judicial asumir, según señala la Exposición de Motivos en su apartado tercero, “la comprobación de ciertos requisitos formales (la falta de presentación de poderes de representación procesal, la carencia de postulación o defensa obligatorias, la falta de presentación de documentos que fueren necesarios, la ausencia de indicación de la cuantía en la demanda, etc.), y el examen de la jurisdicción y competencia objetiva y territorial, lo que, en la mayoría de los supuestos, no es más que una mera comprobación material”.

En consecuencia, de acuerdo con estas directrices, por regla general, la admisión de la demanda dependerá siempre del análisis efectuado por el secretario judicial. No

obstante, también en el apartado tercero de dicha Exposición de Motivos se regulan dos excepciones a este principio general. En primer lugar, en cuanto a la admisión de la demanda ejecutiva, “por corresponder al Tribunal, en su mandato constitucional de juzgar y hacer ejecutar lo juzgado, el dictado de la orden general de ejecución”, y en segundo lugar, en relación a la decisión de admisión de la demanda del juicio cambiario. La no inclusión de ambos supuestos en el listado de funciones del secretario judicial, justificándose en el carácter ejecutivo de las pretensiones contenidas en estos escritos, reservándose su admisión a la decisión judicial, presupone la equiparación de la naturaleza ejecutiva de ambas demandas, la ejecutiva *strictu sensu* y la cambiaria; de lo contrario, el estudio de la demanda cambiaria debería acomodarse a las nuevas directrices instauradas por la reforma y no constituir una excepción a la regla general, correspondiendo la determinación de su admisión al secretario judicial, de modo común y uniforme al resto de demandas que inician la tramitación de los diferentes procesos civiles.

B) Calificación jurídica de las actividades decretadas en el proceso cambiario. La propia literalidad de la Exposición de Motivos de la Ley 13/2009 resulta en este punto clara, al calificar de ejecutivas las primeras medidas que adopta el juez tras examinar la demanda cambiaria. Tradicionalmente, uno de los extremos en que sustentaban sus tesis los autores partidarios de la naturaleza ejecutiva del juicio cambiario era la adopción, tras la admisión de la demanda cambiaria, de medidas propias de un proceso ejecutivo, como eran el requerimiento de pago y el embargo de los bienes del deudor. De la redacción de la Exposición de Motivos se desprende que el legislador es partidario de la tesis anteriormente descrita, reafirmando el carácter ejecutivo de las medidas adoptadas por el órgano judicial tras la aceptación de la demanda incoadora del proceso, al justificar la necesaria aceptación a trámite de la demanda cambiaria por parte del juez, “porque su simple admisión conlleva la adopción de determinadas medidas ejecutivas que deben corresponder al Juez en la medida en que afecta a derechos patrimoniales”.

Asimismo, entre el documento cambiario y el requerimiento de pago y embargo trabado en el juicio cambiario existe una relación de causa efecto. Así, es aceptado de forma unánime por la doctrina que toda actividad ejecutiva es fruto de la existencia de un título ejecutivo, considerando, por tanto, el título ejecutivo condición *sine qua non* para la existencia de toda ejecución, siguiendo la línea de argumentación de CHIOVENDA, que afirmaba “que el título ejecutivo es el presupuesto y condición general de cualquier ejecución y por lo mismo de la ejecución forzosa (*nulla executione sine titulo*)”⁽²⁾; de CARNELUTTI, que manifestaba que “el título ejecutivo es una condición necesaria y suficiente para que el acreedor obtenga la ejecución”⁽³⁾; de FENECH, que consideraba que “la promoción de la actividad ejecutiva ha de tener como presu-

(2) CHIOVENDA, J., *Derecho procesal civil*, t. II, Ed. Reus, Madrid, p. 304.

(3) CARNELUTTI, F., *Instituciones del nuevo proceso italiano*, Ed. Bosch, Barcelona, p. 578.

puesto en todo caso un título ejecutivo”⁽⁴⁾, o de GUTIÉRREZ DE CABIDES, que sostenía que “la pretensión del actor merece tutela inmediata por constar en un título seguro respecto de la veracidad de lo pedido (título ejecutivo)”⁽⁵⁾.

De esta forma, el requerimiento de pago y el embargo regulados en el juicio cambiario son consecuencia de la naturaleza ejecutiva de la letra de cambio, cheque o pagaré, únicos documentos que debe el órgano judicial examinar para admitir la demanda cambiaria y adoptar tales medidas conmitivas sobre el patrimonio del deudor *inaudita parte debitoris*. De lo contrario, de no configurarse los documentos cambiarios como títulos de naturaleza ejecutiva, supondría un error legislativo calificar a las actividades practicadas con posterioridad a la presentación de la letra de cambio, cheque o pagaré, y de las que son consecuencia, de actividades ejecutivas.

III. TEXTOS LEGALES OBJETO DE DEBATE EN TORNO A LA NATURALEZA JURÍDICA DEL PROCESO CAMBIARIO

1. El origen de la discusión: Ley de Enjuiciamiento Civil de 1881

En la Ley procesal de 1881 la ejecución de los títulos cambiarios resultaba encuadrada dentro del llamado juicio ejecutivo, regulado en los arts. 1429 y ss. del mencionado cuerpo legal. Tras el análisis del articulado que la LEC de 1881 dedicaba al juicio ejecutivo y de las particularidades del proceso cambiario, un amplio sector doctrinal calificaba a este juicio como un proceso de cognición, esto es, de naturaleza declarativa, tesis que encontraba su fundamento en la existencia dentro del juicio de un incidente cognoscitivo, iniciado mediante el escrito de oposición realizado por el ejecutado, el cual desembocaba en una fase procesal destinada a oír las alegaciones contradictorias de las partes, derivando en una determinada *cognitio* judicial, la cual era contraria, según los autores pertenecientes a este sector doctrinal, a la esencia del verdadero proceso de ejecución, consistente en la ausencia a lo largo del mismo de toda fase cognoscitiva, contradicción que, por tanto, convertía al juicio cambiario en un proceso de naturaleza declarativa⁽⁶⁾.

Asimismo, la naturaleza declarativa del proceso cambiario era defendida por diversas resoluciones judiciales de distintas Audiencias Provinciales. Sirva como

(4) FENECH, M., *Derecho procesal civil*, Ed. Aagesa, Madrid, 1980, pp. 308 y 309.

(5) GUTIÉRREZ DE CABIDES, E., “Aspectos históricos y dogmáticos del juicio ejecutivo y del proceso monitorio en España”, en *R.D. Procesal Iberoamericana*, año 1972, núm. 1, p. 546.

(6) BONET NAVARRO, J., *El Juicio Ejecutivo Cambiario*, Ed. Comares, Granada, 1997, pp. 45 y ss.; CASTILLEJO, R., *El Juicio Ejecutivo basado en pólizas bancarias*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 1996, pp. 35 y ss.; CORTÉS DOMÍNGUEZ, V. (AA.VV.), *Procesos Civiles Especiales*, Ed. Colex, Madrid, 1996, pp. 81 y ss.; GUASP, J., *Derecho Procesal Civil*, t. II, 3.ª ed., Editorial Instituto de Estudios Políticos, Madrid, 1968, p. 130, e *idem*, *La Ejecución Procesal en la Ley Hipotecaria*, Ed. Bosch, Barcelona, 1951, p. 60, y HERCE QUEMADA, V., *Derecho Procesal Civil*, t. II, 8.ª ed., Madrid, 1979, pp. 56 y ss.

ejemplo la SAP de Córdoba, Sección 3.^a, de 4 de julio de 1996, en la que se afirmaba que “es doctrina conocida que tal juicio tiene una denominación equívoca ya que no se trata de un proceso de ejecución, sino que en realidad es un juicio de cognición sumario y limitado de carácter privilegiado por razón de los títulos que le sirven de fundamento, juicio que va dirigido a crear un título, éste sí, ejecutivo y que provoca el inicio de la ejecución, que es la sentencia de remate”⁽⁷⁾.

Sin embargo, frente a esta postura, otro sector doctrinal, no menos significativo, se posicionaba en favor de la naturaleza ejecutiva del proceso regulado en los arts. 1429 y ss. de la anterior Ley procesal, considerando que el incidente cognoscitivo existente en el juicio ejecutivo cambiario no desvirtuaba en absoluto su naturaleza ejecutiva, debido a que esta posible oposición del ejecutado, que derivaba en una actividad cognoscitiva del órgano jurisdiccional, sólo se producía con posterioridad al despacho de ejecución, pero nunca antes, iniciándose, por tanto, únicamente un incidente declarativo dentro de la ejecución, destinado no a declarar derechos, sino a fijar alguna de las condiciones y términos de la ejecución ya despachada, oposición que a mayor abundamiento también se encontraba admitida en los procesos de ejecución derivados de títulos judiciales. Por lo tanto, para estos autores, la cognición únicamente podría contradecir la naturaleza ejecutiva de un proceso si se produjese con anterioridad a la actividad ejecutiva, circunstancia que, como no acaecía en el juicio cambiario, permitía calificarlo de verdadero proceso de ejecución⁽⁸⁾.

La naturaleza ejecutiva del proceso regulado en los arts. 1429 y ss. de la LEC de 1881 no era sólo defendida doctrinalmente, sino que también encontraba posturas favorables en la jurisprudencia de los órganos judiciales. De tal forma, la STC de 8 de mayo de 1989 se pronunciaba a favor del carácter ejecutivo del proceso cambiario, al afirmar que “el juicio ejecutivo constituye un procedimiento sumario de naturaleza

(7) SAP de Córdoba, Sección 3.^a, de 4 de julio de 1996 (AC 1996/1308).

(8) CACHÓN, M., *El embargo*, Ed. Bosch, Barcelona, 1991, p. 82; CORDÓN, F., “Juicio ejecutivo”, en *Enciclopedia Jurídica básica*, vol. III, Ed. Civitas, Madrid, 1995, p. 3823; CARRERAS, J., *El embargo de bienes*, Ed. Bosch, Barcelona, 1957, pp. 73 y ss.; FENECH, M., “Los procesos sumarios de ejecución”, en *Estudios de Derecho Procesal*, Ed. Bosch, Barcelona, 1962, p. 501, e *idem*, *Derecho Procesal Civil*, Ed. Agesa, Madrid, 1980, p. 415; FERNÁNDEZ LÓPEZ, M.A. (AA.VV.), *Derecho Procesal Civil*, t. IV, Ed. Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 1994, pp. 27 y ss., e *idem* (AA.VV.), *Juicio ejecutivo*, Ed. La Ley, Madrid, 1997, pp. 600 y ss.; GÓMEZ DE LIAÑO, F., *El juicio ejecutivo cambiario*, Salamanca, 1985, pp. 11 y ss.; MONTERO AROCA, J., “La ejecución en España de títulos judiciales italianos”, en *Ensayos de Derecho Procesal*, Ed. Bosch, Barcelona, 1996, pp. 402 y 403; e *idem*, “La naturaleza jurídica del juicio ejecutivo”, en *Ensayos de Derecho Procesal*, Ed. Bosch, Barcelona, 1996, p. 369; ORTIZ NAVACERRADA, S., *Título ejecutivo y liquidez de las pólizas de crédito a efectos del despacho de ejecución*, Ed. Comares, Granada, 1992, p. 32; PÉREZ GORDO, A., “Reflexiones retrospectivas en torno a la naturaleza jurídica del juicio ejecutivo”, en *Estudios de Derecho Procesal*, Ed. Pórtico, Zaragoza, 1981, pp. 263 y ss., e *idem*, *La suspensión del juicio ejecutivo*, Ed. Hispano Europea, Barcelona, 1971, pp. 35, 45 y 120; RAMOS MÉNDEZ, F., *Enjuiciamiento civil*, t. II, Ed. Bosch, Barcelona, 1997, pp. 975 y ss., y SERRA DOMÍNGUEZ, M., “Juicio ejecutivo”, en *Estudios de Derecho Procesal*, Ed. Ariel, Barcelona, 1969, pp. 523 y ss.

ejecutiva que entraña la posibilidad de una contradicción limitada (...)”⁽⁹⁾. Del mismo modo, en la jurisprudencia “menor” emanada de nuestras Audiencias Provinciales eran numerosas las sentencias que defendían la naturaleza ejecutiva de esta especial vía procesal⁽¹⁰⁾.

2. Reformas legislativas que no solucionan la controversia

A) Ley 19/1985, de 16 de julio, Cambiaria y del Cheque

La discusión doctrinal y jurisprudencial, planteada y enunciada con anterioridad, se reprodujo con la entrada en vigor de la Ley Cambiaria y del Cheque, de 16 de julio de 1985, como consecuencia de que la Ley cambial incorporó al proceso cambiario una serie de innovaciones de especial entidad, que incidían directamente, para determinados autores, en su naturaleza jurídica. Estas novedades se concretaban en la concesión de una nueva redacción al art. 66 de la LCCH —otorgando carácter ejecutivo a la letra de cambio sin reconocimiento judicial previo de firmas—; en su art. 67 —regulándose un nuevo sistema de excepciones en las que podía fundamentar el demandado su demanda de oposición—; y en el art. 68 del mismo cuerpo legal —en el que se faculta al deudor a solicitar el levantamiento del embargo trabado en el juicio en determinados supuestos tasados legalmente—.

Tomando en consideración las modificaciones introducidas por la Ley cambial, la doctrina y la jurisprudencia “menor” de las Audiencias Provinciales seguían adoptando una doble postura en cuanto a la determinación de la naturaleza jurídica del proceso cambiario.

Un primer sector doctrinal, y una concreta línea jurisprudencial, configuraban el proceso cambiario como un cauce procesal de naturaleza declarativa. No obstante, es preciso destacar que dentro de este sector doctrinal podemos diferenciar a los autores que defendían la naturaleza ejecutiva del juicio cambiario con anterioridad a la entrada en vigor de la LCCH y un segundo grupo de autores que, ya con anterioridad a la vigencia de esta Ley sustantiva, sostenían la naturaleza declarativa de esta concreta modalidad procedimental.

Así, si bien en un primer momento CORDÓN y MONTERO AROCA se pronunciaban en favor de la naturaleza ejecutiva del juicio cambiario regulado en los arts. 1429 y ss. de la LEC de 1881, posteriormente consideraban que, debido a la entrada en vigor de la LCCH y a sus modificaciones, esta vía procesal se convertía en un proceso declarativo, fundamentalmente por dos motivos: en primer lugar, por el hecho de que este proceso puede tramitarse sin existir embargo de bienes, y en segundo lugar, debi-

⁽⁹⁾ STC de 8 de mayo de 1989 (*RTC* 1989/81).

⁽¹⁰⁾ SAP de Baleares, Sección 3.^a, de 21 de julio de 1997 (*AC* 1997/1585); de Lleida, Sección 2.^a, de 6 de noviembre de 1995 (*AC* 1995/2319); de Barcelona, Sección 14.^a (*La Ley Archivo* 1995/17272) y de Palma de Mallorca, Sección 3.^a, de 10 de diciembre de 1992 (*RGD*, 94, p. 2881).

do a la amplitud de las excepciones que pueden ser alegadas por el ejecutado frente al despacho de ejecución⁽¹¹⁾.

Esta misma tesis era defendida por la SAP de Sevilla, Sección 6.^ª, de 6 de mayo de 1994, en la que se afirmaba que como consecuencia de admitirse la posibilidad de alzar el embargo, medida cautelar que garantiza la eficacia del crédito documentado, se convierte el juicio sumario en un proceso declarativo⁽¹²⁾. Otro grupo de Audiencias Provinciales consideraba que el hecho que determinaba la naturaleza declarativa del proceso cambiario era la amplitud de los motivos de oposición, y así sostenían que “al permitirse profundizar y analizar todas aquellas excepciones personales y reales que desde el contrato base pueden proyectarse sobre la letra de cambio, el juicio ejecutivo deja de ser escuetamente ejecutivo para integrar un proceso especial derivado de la letra de cambio, con connotaciones propiamente declarativas”⁽¹³⁾.

Por su parte, autores como BONET NAVARRO, CORTÉS DOMÍNGUEZ y TOMÉ PAULE ya defendían la naturaleza declarativa del proceso cambiario con anterioridad a la vigencia de la LCCH, y consideraban que esta Ley reafirma sus posicionamientos y fortalece la naturaleza declarativa del juicio cambiario⁽¹⁴⁾. En este sentido, BONET NAVARRO afirmaba que “el juicio ejecutivo cambiario es el paradigma de la naturaleza declarativa, pues si en el juicio ejecutivo ordinario pueden vislumbrarse con más o menos claridad los aspectos declarativos, en el cambiario los mismos alcanzan una significación hasta tal punto especial que la naturaleza declarativa resulta ya del todo punto innegable”⁽¹⁵⁾.

En contraposición a este sector doctrinal, un segundo grupo de autores, entre los que se encuentran RAMOS MÉNDEZ, FERNÁNDEZ LÓPEZ, GÓMEZ DE LIAÑO y SERRANO defienden, una vez entrada en vigor la LCCH, la naturaleza ejecutiva del proceso cambiario. Estos autores parten del carácter ejecutivo del juicio ejecutivo ordinario regulado en los arts. 1429 y ss. de la LEC, y afirman que las innovaciones introducidas por la Ley cambial no vulneran el carácter del proceso de ejecución de

(11) En este sentido, *vid.* CORDÓN, F., “Juicio ejecutivo cambiario”, en *Enciclopedia Jurídica Básica*, t. III, Ed. Civitas, Madrid, 1995, p. 3831, y MONTERO AROCA, J. (AA.VV.), *Derecho Jurisdiccional*, t. II, 8.^ª ed., Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 1998, p. 611, e *idem*, *La naturaleza jurídica...*, *op. cit.*, p. 384.

(12) SAP de Sevilla, Sección 6.^ª, de 6 de mayo de 1994 (*Act. Civ.*, 1994, 1644).

(13) SAP de Barcelona, Sección 14.^ª, de 21 de diciembre de 1991, *RGD*, 92, p. 8920, y SAP de Barcelona, Sección 11.^ª, de 27 de septiembre de 1990, *La Llei*, 1991-1/131.

(14) Al respecto, *vid.* BONET NAVARRO, J., *El juicio ejecutivo...*, *op. cit.*, pp. 57 y ss.; CORTÉS DOMÍNGUEZ, V., “El nuevo juicio ejecutivo cambiario”, en *Derecho Cambiario, Estudios sobre la Ley Cambiaria y del Cheque*, Ed. Civitas, S.A., Madrid, 1986, p. 873, e *idem* (AA.VV.), *Procesos civiles...*, *op. cit.*, p. 109, y TOMÉ PAULE, J. (AA.VV.), *Instituciones de derecho procesal*, Ed. Trivium, Madrid, 1994, pp. 630 y ss.

(15) BONET NAVARRO, J., *El juicio ejecutivo...*, *op. cit.*, p. 57.

títulos cambiarios⁽¹⁶⁾, defendiéndose, asimismo, jurisprudencialmente la consideración del proceso cambiario como un juicio privilegiado de ejecución con ciertas particularidades acordes a su especialidad⁽¹⁷⁾.

B) Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil

La principal novedad que la Ley 1/2000, de Enjuiciamiento Civil, concede al proceso cambiario radica en el hecho de que éste se separa de la ejecución de los títulos ejecutivos extrajurisdiccionales, convirtiéndose en un proceso autónomo e independiente, esto es, con sustantividad propia. Sin embargo, tal reforma no soluciona la discusión existente tanto en la doctrina procesal como en la jurisprudencia de nuestros tribunales, a efectos de concederle al proceso cambiario naturaleza declarativa o ejecutiva; más bien esta problemática se acentúa.

En este sentido, MONTERO AROCA afirma que “el cambiario es un proceso cuya naturaleza (...) no está bien definida”⁽¹⁸⁾; por su parte, ASECIO MELLADO manifiesta que “no es fácil definir o atribuir una determinada naturaleza jurídica al proceso cambiario regulado en los artículos 819 a 827 de la LEC”⁽¹⁹⁾; en términos similares, GARBERÍ LLOBREGAT sostiene que “(...) resulta muy controvertida la determinación acerca de cuál sea la naturaleza jurídica del proceso cambiario”⁽²⁰⁾, y finalmente, MOXICA considera que “(...) en cuanto a la naturaleza jurídica del juicio cambiario, podemos conceptualarlo como un proceso *sui generis*”⁽²¹⁾.

Tal y como resulta patente de las palabras de los autores anteriormente citados, con la entrada en vigor del vigente texto procesal, una vez más, esta problemática analizada en el trabajo no desaparece, resultando patente la confrontación y discrepancia en cuanto a la determinación de la naturaleza jurídica del proceso cambiario, como a continuación tendremos ocasión de analizar.

Jurisprudencialmente, un primer grupo de Audiencias Provinciales defienden el carácter ejecutivo del proceso cambiario, argumentándolo en base a diferentes moti-

(16) En este sentido, *vid.* FERNÁNDEZ LÓPEZ, M.A. (AA.VV.), *Derecho Procesal...* t. IV, *op. cit.*, pp. 69 y ss.; GÓMEZ DE LIAÑO, F., *Juicio ejecutivo...*, *op. cit.*, pp. 11 y ss.; RAMOS MÉNDEZ, F., *Enjuiciamiento Civil*, t. II, *op. cit.*, pp. 995 y ss.; SENES, C., “Consideraciones sobre la fuerza ejecutiva de la letra de cambio y el juicio ejecutivo cambiario”, en *Justicia*, núm. IV, 1989, p. 872, y SERRANO, M., *El juicio ejecutivo cambiario*, Ed. Cedecs, Barcelona, 1997, p. 59.

(17) SAP de Baleares, Sección 3.ª, de 21 de julio de 1997 (AC 1997/1585); de Palma de Mallorca, Sección 3.ª, de 10 de diciembre de 1992 (RGD, 94, p. 2881) y de Barcelona de 21 de julio de 1989 (*La Ley*, 1989-4, p. 717).

(18) MONTERO AROCA, J. (AA.VV.), *Derecho Jurisdiccional*, t. II, 9.ª ed., Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2000, p. 785.

(19) ASECIO MELLADO, J.M., *Derecho Procesal Civil. Parte segunda*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2001, p. 265.

(20) GARBERÍ LLOBREGAT, J. (AA.VV.), *Comentarios a la Ley de Enjuiciamiento Civil*, t. 5, Ed. Bosch, Barcelona, 2001, p. 833.

(21) MOXICA, J., *El pagaré y el nuevo juicio cambiario*, Ed. Aranzadi, Pamplona, 2000, p. 325.

vos: a) Por la actividad procesal que en la interinidad del juicio se desarrolla⁽²²⁾, típicamente ejecutiva; b) Por el carácter ejecutivo de los títulos cambiarios⁽²³⁾; c) Por la naturaleza ejecutiva de la acción en él incoada por el acreedor⁽²⁴⁾, y d) Por la análoga regulación a la normativa procesal derogada, en la cual el juicio ejecutivo cambiario era un proceso de naturaleza ejecutiva⁽²⁵⁾.

Como acontecía con las anteriores reformas legislativas, esta postura no es aceptada de forma pacífica por la jurisprudencia “menor” de nuestras Audiencias Provinciales, originándose, de forma contraria, una segunda tesis, consistente en afirmar que las innovaciones introducidas por la vigente ley procesal convierten al proceso cambiario en un juicio de naturaleza declarativa, línea jurisprudencial defendida por los siguientes extremos: a) Por la nueva regulación procesal que se concede al proceso, manifestando que con la vigente LEC el juicio cambiario se identifica con las notas esenciales comunes a todos los procesos declarativos, desapareciendo las notas propiamente ejecutivas⁽²⁶⁾; b) Por la ausencia de carácter ejecutivo de los documentos cambiarios, al no incluirse en el listado de títulos con fuerza ejecutiva regulados, de modo tasado, en su norma 517⁽²⁷⁾; c) Por la inexistencia de embargo ejecutivo⁽²⁸⁾, y d) Por la remisión que efectúa el articulado del proceso cambiario a la regulación del juicio verbal para la sustanciación del trámite de oposición, proceso de evidente naturaleza declarativa⁽²⁹⁾.

En el ámbito de la doctrina procesal, la dualidad de posiciones no desaparece, manteniéndose las tesis contrapuestas en torno a la calificación jurídica del proceso cambiario, en base a la tramitación que le concede el articulado de la Ley 1/2000. El sector que defiende la naturaleza ejecutiva del proceso cambiario sustenta sus conclusiones afirmando que este juicio se inicia con un documento cambiario al que la LCCH otorga fuerza ejecutiva, cuya corrección formal tiene como consecuencia el despacho de ejecución *inaudita parte debitoris*, adoptándose en la interinidad del proceso dos medidas propias e inherentes a todos los procesos de ejecución, como son el requeri-

(22) AAP de Castellón, Sección 1.ª, de 6 de febrero de 2009, (id. Cendoj: 12040370012009200033).

(23) SAP de Alicante, Sección 9.ª, de 28 de diciembre de 2009, (id. Cendoj: 03065370092009100652) y SAP de La Coruña, Sección 6.ª, de 16 de diciembre de 2009 (id. Cendoj: 15078370062009100999).

(24) SAP de Girona, Sección 1.ª, de 4 de diciembre de 2009 (id. Cendoj: 17079370012009100416) y AAP de Barcelona, Sección 1.ª, de 10 de noviembre de 2009 (id. Cendoj: 08019370012009200217).

(25) SAP de Barcelona, Sección 13.ª, de 1 de diciembre de 2009 (id. Cendoj: 08019370132009100642).

(26) SAP de Valencia, Sección 9.ª, de 23 de enero de 2008 (id. Cendoj: 46250370092008100022) y Córdoba de 26 de febrero de 2004 (*EDJ* 2004/11199).

(27) AAP de Madrid, Sección 13.ª, de 9 de enero de 2009 (id. Cendoj: 28079370132009200004).

(28) SAP de Almería, Sección 3.ª, de 11 de junio de 2009 (id. Cendoj: 04013370032009100300).

(29) SAP de Córdoba de 30 de abril de 2004 (*EDJ* 2004/35441).

miento de pago y la práctica del embargo, permitiéndose, sólo una vez despachada ejecución, la oposición limitada del deudor, originándose un incidente de cognición limitada en el proceso cambiario, que no desvirtúa su verdadera naturaleza⁽³⁰⁾.

Así, GARBERÍ LLOBREGAT manifiesta que “se trata de un proceso que, por seguirse en él prácticamente los mismos trámites que en el proceso de ejecución por títulos no jurisdccionales ni arbitrales (...), y por estar abierto a títulos que llevan aparejada ejecución (*vid.* art. 66 de la LCCH), no puede ser calificado sino como un proceso especial de ejecución que sería, pues, el tercero regulado en la LEC”⁽³¹⁾, coincidiendo su tramitación en los aspectos esenciales con el juicio ejecutivo⁽³²⁾.

Para los defensores de la naturaleza declarativa del proceso cambiario⁽³³⁾, el mismo se configura como un proceso que se inicia con una demanda denominada

(30) DE LA VEGA, F., “Aspectos mercantiles de la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil”, en *La Ley*, núm. 5103, julio, 2000, p. 3; FARRE, J.M., “Juicio cambiario en la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil”, en *La Ley*, núm. 5232, enero, 2001, p. 16; GARCÍA GÓMEZ DE MERCADO, F., “Los procesos especiales en la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil”, en *Actualidad Aranzadi*, núm. 467, diciembre, 2000, p. 4; GÓMEZ MARTÍNEZ, C., “El juicio monitorio en la nueva LEC, un cambio cultural”, en *Jueces para la democracia*, núm. 38, julio, 2000, p. 68; LADRÓN, T., “El juicio cambiario”, en *Carta Mercantil*, núm. 18, 20 de noviembre de 2000, pp. 1 y ss., y SANMARTÍN, F., *Formularios sobre el proceso monitorio y el juicio cambiario*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2003, p. 240.

(31) GARBERÍ LLOBREGAT, J., *El juicio cambiario en la Ley de Enjuiciamiento Civil*, Ed. Bosch, Barcelona, 2008, p. 27.

(32) En este sentido, BONET NAVARRO sostiene que “En cuanto al juicio cambiario, las similitudes con el ejecutivo son más claras que las del monitorio. Valga como ejemplo que los documentos mediante los cuales puede iniciarse el juicio cambiario son exactamente los mismos que los títulos ejecutivos cambiarios a los que se refería el art. 1429 de la LEC de 1881 (...) Igualmente, como en el ejecutivo cambiario, se adopta un embargo (preventivo especial), con posibilidad de alzamiento; los motivos de oposición materiales son exactamente los mismos. En definitiva, las diferencias entre el ejecutivo cambiario y el juicio cambiario no van más allá de algunos aspectos del procedimiento”. BONET NAVARRO, J., *El proceso cambiario*, Ed. La Ley, Madrid, 2000, p. 31.

(33) ASENCIO MELLADO, J.M., *Derecho Procesal...*, *op. cit.*, pp. 265 a 279; CORREA DEL-CASSO, J.P., “El juicio cambiario en el Proyecto de Ley de Enjuiciamiento civil: Análisis comparativo con el derecho alemán, naturaleza jurídica y consideraciones en torno a su futura incidencia práctica en el derecho español”, en *La Ley*, año xx, núm. 4754, pp. 1 a 5; CORTÉS DOMÍNGUEZ, V. (AA.VV.), *La nueva Ley de Enjuiciamiento Civil*, t. V, Ed. Tecnos, Madrid, 2000, pp. 45 a 52; GUASCH, S., *El juicio cambiario*, Ed. Atelier, Barcelona, 2006, p. 73; MONTERO AROCA, J. (AA.VV.), *Derecho Jurisdiccional*, t. II, 9.ª ed., *op. cit.*, pp. 772 a 791; RAMOS MÉNDEZ, F., *Guía para una transición ordenada a la Ley 1/2000*, Ed. Bosch, Barcelona, 2000; ROBLES GARZÓN, J.A. (AA.VV.), *Comentarios prácticos a la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil*, Ed. Trivium, Madrid, 2000, pp. 740 a 745; RODRÍGUEZ MERINO, A. (AA.VV.), *Comentarios a la Ley de Enjuiciamiento Civil*, coord. por LORCA NAVARRETE, t. IV, Ed. Lex Nova, Valladolid, 2000, pp. 4482 y ss.; SASTRE PAPIOL, S., “El proceso cambiario”, conferencia impartida en el Colegio de abogados de Barcelona, el día 18 de mayo de 2000; SERRA DOMÍNGUEZ, M., *La Ley 1/2000 sobre enjuiciamiento civil*, Ed. Bosch, Barcelona, 2000, pp. 65 y ss.; SERRANO, M., “Notas sobre la regulación del juicio cambiario”, en *Jornadas nacionales sobre el Anteproyecto de Ley de Enjuiciamiento Civil*, Murcia, 1997, pp. 173 a 181, y VEGAS TORRES, J. (AA.VV.), *Derecho Procesal Civil*, Ed. Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 2000, pp. 453 a 473.

sucinta a partir de la cual se desarrolla la totalidad del proceso de cognición, demanda junto con la que deberá presentarse como condición *sine qua non* para su utilización un documento cambiario, el cual ya no posee fuerza ejecutiva, siendo el título ejecutivo de este proceso diferente en función de si se formula oposición o no por el deudor. Admitida la demanda y examinados los requisitos generales y específicos del título que la fundamenta, el juez, para el supuesto que considere correcta la regularidad formal del título que acompaña a la demanda, dictará auto ordenando el inmediato embargo preventivo de los bienes del deudor, embargo que cumple una mera función cautelar o de aseguramiento de la futura sentencia, que en ningún caso está dotado de carácter ejecutivo. Si el demandado formula oposición frente al proceso cambiario se abrirá dentro de la estructura interna del juicio una fase de alegaciones contradictoria entre las partes, que desembocará irremediabilmente en una cognición judicial contraria a la naturaleza de los verdaderos procesos ejecutivos, y que concluirá con una sentencia que, en caso de ser condenatoria, se constituirá como el verdadero título de ejecución y como la causa inmediata de la posterior ejecución, que se iniciará contra el deudor y su masa patrimonial.

- C) Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, por el que se aprueba el nuevo texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados

La discusión en torno a la atribución o la negación de fuerza ejecutiva al proceso cambiario ha incidido de forma transversal en la aplicación del artículo 37 del Texto Refundido del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos jurídicos Documentados (a partir de este momento TR del ITP y AJD), en el que se afirma que la extensión de la letra en efecto timbrado de cuantía inferior privará a estos documentos de la eficacia ejecutiva que les atribuyen las leyes. Previsión esta que se completa con el art. 36.2 del mismo cuerpo legal, en el que establece que la letra con vencimiento superior a seis meses, a partir de la fecha de su emisión, debe estar timbrada con el duplo de la base. Con la entrada en vigor del Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, por el que se aprueba el nuevo texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones y Actos Jurídicos documentados se mantiene la literalidad del mencionado artículo 37, y por ende la exigencia de un correspondiente efecto timbrado para conceder fuerza ejecutiva a los documentos cambiarios, exigencia que una vez más incide en la discusión en torno a la naturaleza jurídica del proceso en cuestión.

Con carácter previo a afrontar el análisis de este requisito de carácter tributario, deviene imprescindible advertir al lector que las directrices contenidas en los arts. 36 y 37 del Texto citado solamente adquieren relevancia práctica para el supuesto en que consideremos el proceso cambiario como un auténtico juicio de naturaleza ejecutiva. De lo contrario, esto es, de calificar al juicio cambiario como de un proceso de declaración, no sería exigible la concurrencia de un título ejecutivo, por lo que carecería de importancia el hecho de que la falta de timbre conlleve la pérdida de fuerza ejecutiva respecto de la cambial, dejándose a este precepto de carácter tributario huérfano de contenido.

Así, determinadas resoluciones judiciales sostienen la efectiva aplicación de este requisito fiscal; entre las mismas se encuentran aquéllas que, partiendo de la identidad entre juicio ejecutivo y proceso cambiario, consideran que “tras la entrada en vigor de la LEC de 2000, no se ha producido ningún cambio sustancial que impida aplicar el art. 37 del TR de la LITPAJD al juicio cambiario”, siendo necesario a efectos de conceder fuerza ejecutiva el cumplimiento del requisito fiscal⁽³⁴⁾.

Esta postura no es aceptada de forma pacífica por la jurisprudencia “menor” de las Audiencias Provinciales. De esta forma, determinadas resoluciones judiciales consideran que con la entrada en vigor de la Ley 1/2000 el cumplimiento de las previsiones del art. 37 del TR del ITP y AJD no puede constituir un requisito exigible a efectos de atribuir fuerza ejecutiva a la letra de cambio, porque este título deja de ser con la nueva legislación documento ejecutivo, debido a su no inclusión en el precepto 517 de la LEC, donde bajo la denominación “Acción ejecutiva. Títulos ejecutivos” se agrupan los documentos judiciales y extrajudiciales, a los que se les atribuye tal condición⁽³⁵⁾, no siéndole de aplicación, en consecuencia, una norma que regula los requisitos que deben concurrir en el documento para adquirir fuerza ejecutiva, por dejar la letra de cambio, el cheque y el pagaré de tener tal carácter⁽³⁶⁾. Partiendo de tal afirmación, determinados autores critican el hecho de que la LEC 1/2000 no haya derogado el artículo 37 del TR del ITP y AJD⁽³⁷⁾.

Por nuestra parte, consideramos vigentes los artículos 36 y 37 del TR del ITP y AJD, al no ser ni derogado ni modificado su contenido por la LEC ni por la LCCH, por lo que constituye de obligado cumplimiento el requisito fiscal regulado en los preceptos indicados a efectos de utilizar el proceso cambiario⁽³⁸⁾, “porque teniendo en cuenta

⁽³⁴⁾ SAP de Santa Cruz de Tenerife, Sección 1.ª, de 21 de abril de 2008 (id. Cendoj: 38038370012008100188) y SAP de Granada, Sección 3.ª, de 19 de marzo de 2008 (id. Cendoj: 18087370032008100129).

⁽³⁵⁾ SAP de Valencia, Sección 9.ª, de 23 de septiembre de 2005 (*JUR* 2005\274879) y de Valencia, Sección 9.ª, de 13 de julio de 2005 (*JUR* 2005\276447).

⁽³⁶⁾ SAP de Madrid, Sección 18.ª, FJ 2.º, de 21 de enero de 2010 (id. Cendoj: 28079370182010100026); AAP de Madrid, Sección 11.ª, de 24 de marzo de 2009 (id. Cendoj: 28079370112009200039) y AAP de Madrid, Sección 14.ª, de 27 de octubre de 2008 (id. Cendoj: 28079370142008200242).

⁽³⁷⁾ Tal crítica es formulada por BONET NAVARRO, al afirmar que “(...) el artículo 37 citado, incluido el art. 80 de su Reglamento, deberían haberse incluido expresamente, cosa que no se ha hecho, en las disposiciones derogatorias” [BONET NAVARRO, J. (AA.VV.), *Derecho Procesal Civil*, Ed. Aranzadi, Pamplona, 2000, p. 704].

⁽³⁸⁾ Otros autores, si bien no sostienen el carácter ejecutivo del proceso cambiario, sí en cambio siguen defendiendo, en base a su especialidad, la exigencia del cumplimiento del efecto timbrado para la incoación de un juicio cambiario. Así, MONTERO AROCA sostiene que “después de la LEC y de la desaparición del juicio ejecutivo, la letra de cambio no tiene eficacia ejecutiva, pero sí la tiene como presupuesto para un proceso especial, y lo que debe resolverse es si el supuesto de hecho del art. 37 del RD-legislativo 1/1993 debe aplicarse analógicamente, de modo que no se trate ya de privar de eficacia ejecutiva, sino de eficacia para el juicio cambiario. Aun partiendo de la base de una interpretación restringida, nuestra respuesta es afirmativa” (*Derecho Jurisdiccional*, t. II, 11.ª ed., Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2002, p. 789).

la remisión que la Disposición Final hace a la Ley de Actos Jurídicos Documentados, no puede racionalmente sostenerse que la Ley Cambiaria haya pretendido derogar aquella, sino lo contrario, máxime teniendo en cuenta además que con posterioridad a la Ley Cambiaria, se ha publicado el Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, por el que se aprueba el nuevo texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones y Actos Jurídicos documentados, que reproduce literalmente los artículos 35, 36 y 37 anteriores, esto es, la carencia de fuerza ejecutiva de letras con timbre insuficiente”⁽³⁹⁾, so pena de la pérdida de la eficacia ejecutiva de la letra, como ocurría con la anterior legislación⁽⁴⁰⁾.

⁽³⁹⁾ SAP de Burgos, Sección 2.ª, de 10 de mayo de 2002 (*JUR* 2002\187847).

⁽⁴⁰⁾ En términos similares se expresa LADRÓN, T., “Procedimientos rápidos para tutelar el crédito: monitorio y cambiario”, en *Carta mercantil*, núm. 18, noviembre, 2000, p. 6.

Respecto de la legislación anterior, son numerosas las sentencias de nuestras Audiencias Provinciales en las que se establece como condición *sine qua non* para atribuir fuerza ejecutiva a los títulos cambiarios el hecho de que sean extendidas en impresos de timbre correspondiente a su cuantía. Valga como ejemplo, entre otras, la SAP de Segovia de 16 de marzo de 1999 (*La Ley* 1999, 9986); de Madrid, Sección 14.ª, de 15 de septiembre de 1997 (*La Ley* 1997, 10229); de Asturias, Sección 4.ª, de 30 de octubre de 1995 (*AC* 1995/1850); de Alicante, Sección 4.ª, de 31 de mayo de 1995 (*AC* 1995/946); de Santa Cruz de Tenerife, Sección 1.ª, de 20 de abril de 1995 (*AC* 1995/662), y de Burgos, Sección 2.ª, de 4 de noviembre de 1994 (*La Ley Archivo* 1995/17829).

SISTEMAS INSTITUCIONALES DE PROTECCIÓN (SIP): ALGUNAS CONSIDERACIONES PRELIMINARES

ÍÑIGO GÓMEZ-JORDANA (*)

*Profesor de Derecho Mercantil, Universidad Complutense
Socio de Allen & Overy*

RESUMEN

El trabajo aborda el tratamiento que la legislación española ha dado a los sistemas institucionales de protección o SIPs y de forma preliminar identifica aquellas cuestiones que estas nuevas estructuras asociativas plantean desde el punto de vista de las relaciones entre partes y terceros con los que habrán de relacionarse. La regulación de los SIPs no es completa y suscita numerosas cuestiones de derecho público y privado en relación con la instrumentación de esta figura.

Palabras clave: *Sistemas institucionales de protección, SIPs, naturaleza asociativa, gestión común, reforzamiento de solvencia, recursos propios.*

ABSTRACT

This paper reviews the regulation of institutional protection systems or SIPs under Spanish law. The paper aims at providing a preliminary view of certain key issues which this new joint venture, association schemes present from point of view of the parties to it and third parties. The regulation of SIPs is incomplete and raises relevant issues from public and private law which will need to be resolved.

Key words: *Institutional protection systems, SIPs, joint venture status, common undertaking, reinforcement of solvency, own resources.*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. EL ORIGEN DE LOS SISTEMAS INSTITUCIONALES DE PROTECCIÓN (SIP).
- III. MARCO NORMATIVO.
 1. La Directiva 2006/48/CE.
 2. La Ley 13/1985 de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros.
 3. El RD 216/2008 de recursos propios de las entidades financieras.
- IV. NATURALEZA JURÍDICA.
 1. SIP sin creación de una nueva entidad.
 2. SIP con creación de una nueva entidad.
- V. LOS SIP Y EL DERECHO CONCURSAL.
- VI. CONCLUSIONES.

(*) El autor quiere expresar su agradecimiento a sus compañeros Borja Fernández de Trocóniz, Pilar García, Juan Saavedra e Íñigo del Val por su revisión y comentarios a este trabajo.

I. INTRODUCCIÓN

La normativa que regula los recursos propios de las entidades financieras (en su sentido amplio) tiene, como finalidad última, establecer el importe que de estos deben ostentarse en relación a las inversiones realizadas y los riesgos asumidos⁽¹⁾. La suficiencia y realidad de dichos recursos propios es el indicador de solvencia de la entidad de crédito. El art. 17 del RD 216/2008 establece que los requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito y riesgo de dilución son un 8% del total de las exposiciones de la entidad ponderada por tipo y riesgo y por el sistema de cálculo del mismo.

Dicha normativa contempla, entre otras cuestiones, que a las “exposiciones”⁽²⁾ se les aplicarán ponderaciones de riesgo (salvo que se deduzcan de los fondos propios) de acuerdo con diferentes criterios. Dicha ponderación de riesgo será “0” cuando la contraparte frente a la que se ostente sea matriz, filial o filial de su empresa matriz y se cumplan determinados requisitos adicionales⁽³⁾. Se entiende, por tanto, que entre entidades vinculadas por relaciones accionariales de las que resulte control, a distintos niveles, las “exposiciones” entre ellas no deben computar como riesgo a efectos de requerimientos de recursos propios.

Este criterio resulta ahora también de aplicación a supuestos donde, aun no existiendo relaciones de dependencia accionarial (directa o indirecta) entre entidades, se

(1) El art. 6 de la Ley 13/1985 expone (i) la exigencia de mantener en todo momento un volumen suficiente de recursos propios en relación con las inversiones realizadas y los riesgos asumidos; (ii) que reglamentariamente se determinarán los métodos de cálculo de estas exigencias de recursos propios, la ponderación de las diferentes inversiones, los posibles recargos por el perfil de riesgos de la entidad y las técnicas admitidas para la reducción del riesgo de crédito; (iii) que por el mismo procedimiento reglamentario se podrán imponer límites máximos a las inversiones en activos, obligaciones de disponer de cantidades mínimas y (iv) estrategias y procedimientos para evaluar y mantener de forma permanente los importes, los tipos y la distribución del capital interno adecuados para cubrir la naturaleza y el nivel de los riesgos a los cuales estén o puedan estar expuestos.

(2) Exposición, a los efectos de esta normativa, se define como “toda partida del activo” y toda partida incluida en las cuentas de orden de la entidad de crédito, que incorpore riesgo de crédito.

(3) Art. 26.6 del RD 216/2008:

“Las entidades de crédito podrán asignar una ponderación de riesgo del 0% a sus exposiciones [con excepción de aquellas que dan lugar a pasivos en forma de los elementos contemplados en las letras a) a j) del art. 12], siempre que se cumplan las condiciones siguientes:

(a) *la contraparte será una entidad o sociedad financiera de cartera, una entidad financiera, una empresa de gestión de activos o empresa de servicios auxiliares sujeta a los requisitos prudenciales apropiados;*

(b) *la contraparte estará completamente incluida en la misma consolidación que la entidad de crédito;*

(c) *la contraparte estará sujeta a los mismos procedimientos de evaluación, medida y control de riesgos que la entidad de crédito;*

(d) *la contraparte estará establecida en España; y*

(e) *no existirá actualmente ni será previsible que exista impedimento alguno material o jurídico a la inmediata transferencia de fondos propios o al reembolso de pasivos de la contraparte a la entidad de crédito”.*

haya constituido entre ellas un “sistema institucional de protección” o “SIP”. Como veremos, dicho sistema vincula a las entidades que lo integran a unos efectos y con unos requisitos concretos.

Pues bien, la consecuencia a efectos de ponderación de riesgos que se le atribuye a los “sistemas institucionales de protección” se ha introducido en nuestro país (de acuerdo con lo previsto en la Directiva 48/2006/CE) en el RD 216/2008, con posterior desarrollo por virtud de la Circular 3/2008 del Banco de España. Tanto en el RD 216/2008 como en la precitada Circular, sólo se contempla este nuevo mecanismo, el SIP, a efectos de ponderación de riesgos, no de cómputo de recursos propios, ni tampoco como apoyo a la solvencia o liquidez de las entidades que lo integran. Esta segunda finalidad a la que ahora también sirve, viene de la modificación que a la Ley 13/1985 se hace por virtud del RDL 11/2010, que modifica el artículo 8.3 de la Ley 13/1985, estableciendo los requisitos que éstos han de cumplir a los efectos de determinar el cumplimiento de las exigencias de recursos propios.

Tenemos pues que los SIP se proyectan sobre la normativa de recursos propios para alcanzar dos finalidades distintas; *la primera*, y que es consecuencia del mandato de la Directiva, reconocer ponderación 0 al riesgo de activo entre entidades que forman parte de un SIP. *La segunda*, de mayor alcance y no prevista en la Directiva, utilizar los SIP como medio de reforzamiento de los recursos propios. Esta segunda finalidad ha dado lugar a los múltiples procesos de “*integración*” de cajas que vulgarmente se conocen como “*fusiones frías*”.

Este trabajo, partiendo de los antecedentes de este tipo de esquemas de colaboración, aborda de manera descriptiva las distintas implicaciones de los SIP, y en concreto: su origen, marco normativo, naturaleza jurídica y efectos concursales.

II. EL ORIGEN DE LOS SISTEMAS INSTITUCIONALES DE PROTECCIÓN (SIP)

No hay referencia como tal al origen, propiamente dicho, de nuestros sistemas institucionales de protección. Quizá esto sea debido al hecho de que en las distintas manifestaciones de que han dado muestra en otras jurisdicciones no han respondido necesariamente a figuras jurídicas definidas o a un patrón común. Como veremos, ésta es precisamente una de las características de nuestros sistemas institucionales de protección; su atipicidad, sobre lo que volveremos.

Algunos estudios a los que hemos tenido acceso ⁽⁴⁾ se refieren a figuras similares a los SIP en relación con las asociaciones regionales de cajas de ahorros en Alemania así como de bancos cooperativos en aquel país, advirtiendo que este tipo de estructuras están enteramente sujetas al derecho privado y el ámbito de negocio en el que operan es el de la pequeña y mediana empresa y el de clientes particulares en sus respectivas regiones.

(4) Basel Committee on Banking Supervision, Working Paper No. 13, “Banking Failures in Mature Economics”, abril de 2004, p. 4.

Otros ejemplos de sistemas institucionales de protección han sido referidos en el trabajo de DBRS⁽⁵⁾, en donde se distingue con carácter general entre dos grupos de cooperativas de crédito en Europa:

- Cooperativas de crédito que tienen una autoridad central y que combinan gestión de tesorería y desarrollo de productos con planificación estratégica a nivel de grupo, y que al mismo tiempo tienen procedimientos de supervisión conjunta de los aspectos regulatorios que afectan a cada uno de los miembros que lo integran. Este tipo de grupos son consecuencia de un acuerdo contractual que podríamos calificar como “fuerte” y que en atención a esto son tratados desde el punto de vista regulatorio como grupo consolidado a efectos financieros y regulatorios.

Ejemplos entre los anteriores son el Grupo Rabobank en Holanda, los Grupos Credit Agricole, Banque Populaire en Francia o el Grupo OP en Finlandia.

- Grupos cooperativos europeos en donde la autoridad dentro del grupo no presenta un alto grado de centralización, como en el supuesto anterior, y que por el contrario están divididos entre distintos bancos centrales y asociaciones con poder de decisión e influencia que ejercen su influencia respectiva en aspectos relativos a planificación estratégica, auditoría y gestión y administración de fondos destinados a las ayudas a prestar entre miembros del grupo.

Ejemplos de este tipo de acuerdos incluyen el Grupo Credit Mutuel en Francia, los Grupos Volks Banken y Riffeisen Banken en Alemania o el Grupo Banche di Credito Operativo en Italia.

III. MARCO NORMATIVO

1. La Directiva 2006/48/CE

El art. 80.1 de la Directiva 2006/48/CE se refiere al régimen de cálculo de las exposiciones ponderadas por activos de riesgo en los siguientes términos: “A la hora de calcular las exposiciones ponderadas por riesgo, a todas las exposiciones se les aplicarán ponderaciones de riesgo a menos que se deduzca de los fondos propios de conformidad con lo dispuesto en la parte 1 del Anexo VI. La aplicación de las ponderaciones de riesgo se basará en la categoría de exposición a la cual se asigne la exposición y [...] en su calidad crediticia”.

No obstante lo anterior, de acuerdo con el art. 80.7, las autoridades competentes pueden eximir de cumplimiento de los requisitos de cálculo de exposiciones (con

(5) “Analytical background and methodology for European Co-operative Banks”, noviembre de 2007, pp. 4 y ss.

arreglo a la ponderación de riesgo del que se trate) a las exposiciones de las entidades de crédito frente a una contraparte que sea su empresa matriz, su filial o una filial de su empresa matriz (o a una empresa que se encuentre en una de las situaciones contempladas en el apartado 1 del art. 12 de la Directiva 83/349/CEE), siempre que se cumplan, entre otras, las condiciones siguientes:

- (i) La contraparte será una entidad o sociedad financiera de cartera, una entidad financiera, una empresa de gestión de activos o empresa de servicios auxiliares sujeta a los requisitos prudenciales apropiados.
- (ii) La contraparte estará completamente incluida en la misma consolidación que la entidad de crédito.
- (iii) La contraparte estará sujeta a los mismos procedimientos de evaluación, medida y control de riesgos que la entidad de crédito.
- (iv) La contraparte estará establecida en el mismo Estado Miembro que la entidad de crédito; y
- (v) Que no exista en la actualidad ni sea previsible que exista impedimento alguno material o jurídico a la inmediata transferencia de fondos propios o el reembolso de pasivos de la contraparte a la entidad de crédito.
- (vi) Que la entidad de crédito y la contraparte hayan llegado a un acuerdo contractual o de responsabilidad obligatoria que proteja a dichas instituciones y, en particular, garantice su liquidez y solvencia a fin de evitar la quiebra cuando resulte necesario (denominado a continuación “sistema institucional de protección”);
- (vii) Que los acuerdos garanticen que el sistema institucional de protección podrá otorgar el apoyo necesario con arreglo a su cometido, con cargo a fondos directamente a su disposición;
- (viii) Que el sistema institucional de protección cuente con mecanismos adecuados y establecidos de manera uniforme para el seguimiento y la clasificación de riesgos (que ofrezcan una visión exhaustiva de la situación de riesgo de cada miembro y del sistema institucional de protección en su conjunto), con las correspondientes posibilidades de sometimiento a influencia; dichos sistemas controlarán adecuadamente las exposiciones en situación de impago, de conformidad con el punto 44 de la parte 4 del anexo VII;
- (ix) Que el sistema institucional de protección efectúe su propia evaluación de riesgos y la comunique a sus miembros;
- (x) Que el sistema institucional de protección elabore y publique una vez al año ya sea un informe consolidado que comprenda el balance, la cuenta de beneficios y pérdidas, el informe de situación y el informe de riesgos del sistema institucional de protección en conjunto, ya sea un informe que comprenda el balance agregado, la cuenta agregada de beneficios y pérdidas, el informe de situación y el informe de riesgos del sistema institucional de protección en conjunto;

- (xi) Que los miembros del sistema institucional de protección que deseen dejarlo estén obligados a notificarlo con una antelación de al menos 24 meses;
- (xii) Que se elimine la utilización múltiple de elementos admisibles para el cálculo de los fondos propios (múltiples relaciones pasivo-capital), así como cualquier constitución inapropiada de fondos propios entre los miembros del sistema institucional de protección; y
- (xiii) Que el sistema institucional de protección se base en una amplia participación de entidades de crédito con un perfil de actividades predominantemente homogéneo.

En caso de cumplirse los requisitos anteriormente señalados se asignará una ponderación de riesgo del 0% al que se ostente con la contraparte de que se trate.

La Directiva 2006/48/CE (así como la 2006/49/CE y Basilea II) tienen como objetivo primordial determinar el criterio de medición de riesgos a realizar por el supervisor para establecer los requisitos que deben cumplir las entidades en materia de recursos propios. La Directiva, por tanto, regula la consecuencia contable de una situación jurídica; aquélla en la que se dan determinadas circunstancias que permiten considerar que dos entidades sean consideradas conjuntamente desde el punto de vista contable a determinados efectos y que, junto con esto, se entienda minimizado el riesgo de incumplimiento de las obligaciones de pago entre las entidades afectadas.

2. La Ley 13/1985 de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros

El RDL 11/2010 modifica la Ley 13/1985 introduciendo un nuevo criterio para determinar el cumplimiento de las exigencias de recursos propios. A los efectos de la determinación del cumplimiento de recursos propios mínimos se establece, entre otros requisitos, que las entidades de crédito consolidarán sus estados financieros con los de las demás entidades de crédito y entidades financieras que constituyan con ellas una “unidad de decisión”. La reforma introducida se concreta en la previsión del art. 8.3.d), en donde para determinar si varias entidades constituyen tal unidad de decisión a los efectos de reconocer el derecho a la consolidación contable entre ellas se aplica el criterio clásico de control previsto en el art. 4 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores y por remisión en el art. 42 del Código de Comercio.

Pues bien, junto a los criterios de control aludidos se introduce, por primera vez, aquellos supuestos en los que, *a través de un acuerdo contractual, varias entidades de crédito integren un sistema institucional de protección, siempre que dicho acuerdo contractual cumpla con los siguientes requisitos:*

- (i) Que exista una entidad central que determine con carácter vinculante sus políticas y estrategias de negocio, así como los niveles y medidas de control interno y de gestión de riesgos. Esta entidad central será la responsable de cumplir los requerimientos regulatorios, en base consolidada, del sistema institucional de protección.

- (ii) Que la citada entidad central sea una de las entidades de crédito integrantes del sistema institucional de protección u otra entidad de crédito participada por todas ellas y que formará parte así mismo del sistema.
- (iii) Que el acuerdo contractual que constituya el sistema institucional de protección contenga un compromiso mutuo de solvencia y liquidez entre las entidades integrantes del sistema que alcance como mínimo el 40% de los recursos propios computables de cada una de ellas, en lo que se refiere al apoyo de solvencia. El compromiso de apoyo mutuo incluirá las provisiones necesarias para que el apoyo entre sus integrantes se lleve a cabo entre fondos disponibles.
- (iv) Que las entidades integrantes del sistema institucional de protección pongan en común una parte significativa de sus resultados que suponga al menos el 40% de los mismos y que deberá ser distribuida de manera proporcional a la participación de cada una de ellas en el sistema.
- (v) Que el acuerdo contractual establezca que las entidades deberán permanecer en el sistema un período mínimo de 10 años, debiendo preavisar con al menos 2 años de antelación su deseo de abandonar éste transcurrido aquel período. Adicionalmente, el acuerdo deberá incluir un régimen de penalizaciones por baja que refuerce la permanencia y estabilidad de las entidades en el sistema institucional de protección.
- (vi) Que a juicio del Banco de España se cumplan los requisitos previstos en la normativa vigente sobre recursos propios de las entidades financieras para asignar una ponderación de riesgo del 0% a las exposiciones que tengan entre sí los integrantes del sistema institucional de protección.

Cuando la entidad de crédito que tenga la consideración de entidad central dentro de un sistema institucional de protección sea de naturaleza distinta al resto de las entidades integradas en el mismo y se encuentre participada por todas ellas, se adherirá al Fondo de Garantía de Depósitos al que pertenezcan estas últimas.

Cuando las entidades integradas en el SIP sean Cajas de Ahorros, la Entidad Central tendrá la naturaleza de sociedad anónima y habrá de estar participada por las Cajas integrantes en al menos un 50% de su accionariado.

El Banco de España tiene la responsabilidad de comprobar el cumplimiento de los requisitos anteriores a los efectos oportunos. Veamos cada uno de ellos por separado.

- (A) Existencia de una “entidad central”; criterio funcional.

No es totalmente claro qué deba entenderse por “entidad central” a los efectos de este requisito. Las recientes experiencias de SIP españolas apuntan a que este papel es el que asume cualquiera de las integrantes del SIP a la que, por virtud del acuerdo contractual, se le atribuyen estas “funciones directoras”.

Resulta este requisito en una “derogación” de facultades o competencias de los otros integrantes del SIP a favor de un tercero. Dichas facultades y competencias son de gran alcance, pues se refieren a estrategias de negocio, niveles y medidas de control interno y gestión de riesgos. La particularidad de este acuerdo concreto consiste en que se produce una “invasión” de la esfera interna de decisión de la caja en cuestión. Un tercero, de acuerdo con políticas y criterios “comunes” puede no ya influir, sino alterar la estrategia de cualquiera de los miembros del SIP. ¿Es esto posible de acuerdo con ley reguladora/estatutos de las entidades que lo integran? Ésta es una cuestión esencial de auditoría legal a la que habría de atenderse.

Otras cuestiones adicionales se suscitan en relación con lo anterior; ¿Cuál es el órgano que debe aprobar dichos acuerdos? ¿Cómo dicha derogación de competencias afecta a las relaciones de cada integrante del SIP con sus acreedores? Pensemos por ejemplo en las emisiones realizadas por la caja de que se trate y los compromisos que frente a los bonistas, cedulistas o acreedores en general se hayan hecho en estas materias. ¿Puede el hecho de que ahora se hayan delegado a un tercero determinadas facultades modificar los términos y condiciones de la emisión de que se trate? ¿Puede ser un supuesto de amortización? ¿Puede ser un supuesto de incumplimiento de contrato de *joint venture*?, etc.

(B) “Entidad central”; criterio de participación.

El segundo requisito, que también se refiere a la “entidad central”, exige que ésta sea bien una más de las que integran el SIP o una tercera en la que todas ellas participen que a su vez forma parte de él.

En el primer caso no habrá relaciones de propiedad entre la que actúe como entidad central y las demás integrantes del SIP de que se trate pero sí habrá criterios de sujeción; un banco o una caja de todas las que hayan firmado el acuerdo contractual será quien “contractualmente” imponga criterios de actuación. Toda su autoridad reside en el ejercicio de derechos al amparo de un contrato que puede ser incumplido.

La segunda opción sin embargo exige que ese tercero al que se refiere la norma sea una entidad de capital, en el que éste esté en manos de los terceros que forman parte del acuerdo por el que se constituye el SIP. En este segundo supuesto las relaciones de gobierno dependerán del porcentaje de participación que se ostente en la entidad central, así como de los acuerdos de socios/accionistas que en esa entidad tengan sus miembros. Al haber relaciones de propiedad, el ejercicio del control (y por tanto de la dirección) será consecuencia del régimen de mayorías en los órganos correspondientes para la adopción del acuerdo (Junta o Consejo). Todo ello suscita algunas incógnitas: ¿Cómo se trasladarán esas relaciones de gobierno sobre la nueva sociedad? ¿Vía pacto de socios? ¿Qué tratamiento se dará a los “otros” accionistas de la entidad si, como sabemos, su norma sólo exige la mayoría de los integrantes, esto es, más del 50%?

(C) Compromiso mutuo de solvencia y liquidez.

El tercer requisito del acuerdo contractual se refiere al pacto de solvencia y liquidez entre las entidades que lo integran.

Los términos en los que se regula distan de ser claros. Se requiere:

“Compromiso mutuo” entre las entidades que integran el SIP. ¿De esa mutualidad en el compromiso se deduce solidaridad o mancomunidad entre sus integrantes? Si la opción es solidaridad, lo que creemos que en función del patrimonio de determinadas entidades integrantes de un SIP debería ser descartable (no parece lógico que una entidad pequeña garantice hasta el 40% de los recursos propios de una grande), el cumplimiento del compromiso podría poner en riesgo precisamente los recursos propios de quien está llamado a atenderlo, y de esta forma se imposibilitaría el cumplimiento del objetivo para el que el SIP fue acordado.

La conclusión más lógica, por tanto, deberá ser que es el régimen de mancomunidad el que es de aplicación a estos efectos. Si ésta es la conclusión, se abren nuevas preguntas o interrogantes: ¿Cómo, a los efectos de dar cumplimiento al requisito, se satisface al Banco de España? ¿Basta con el compromiso solamente o es necesario que éste venga soportado por algún tipo de garantía real o personal de tercero de máxima solvencia?

Resueltas las anteriores preguntas, debemos resolver los términos concretos en los que el requerido compromiso de solvencia y liquidez se concreta: ¿Se trata de que las entidades participantes en el SIP inyecten recursos propios en aquélla que a estos efectos lo requiere? ¿En qué términos? ¿Estamos más bien hablando de un préstamo o línea de crédito sin vencimiento (perpetua) en la que el derecho al reembolso está condicionado al reestablecimiento del equilibrio patrimonial?

Por último, la norma exige que ese apoyo mutuo se haga en “fondos disponibles”. Quizá aquí la norma está apuntando al criterio de liquidez que debe tener la disponibilidad de los fondos de cuestión. Existen muchas opciones para cumplir con este requisito. Como antes señalábamos, hablamos de garantías a primera demanda de entidades con el más alto grado de calificación crediticia, depósitos en efectivo o en valores (previsiblemente de renta fija), etc.

(D) Puesta en común de resultados de los integrantes del SIP.

La exigencia de puesta en común de resultados en un porcentaje mínimo para su distribución entre las entidades que integran el SIP presupone (y por tanto se justifica) que la creación del SIP en sí misma contribuye a la obtención (mayor) de resultados y que estos pueden contribuir, una vez distribuidos, a la solvencia de sus integrantes.

Varias cuestiones deben ser tratadas por separado y conviene a estos efectos distinguir entre el régimen de distribución de resultados en una entidad financiera que adopta la forma de Banco y otra que gire como Caja de Ahorros.

La distribución de resultados en un banco se produce a propuesta de su órgano de administración y previa aprobación de la Junta general de Accionistas. Pues bien,

dicha aprobación supone la distribución entre sus accionistas, por lo que el destino del resultado al conjunto de los integrantes de SIP, y nada menos que en un porcentaje que representa el 40% de los mismos, suscita, al menos, cuestiones relacionadas con él:

- En un SIP donde sus integrantes forman parte de una S.A. como accionistas no plantea problema dicha distribución, al venir determinada por el número de acciones que cada uno tenga (sea el título que sea).
- En un SIP que agrupe a entidades que no son “propietarios” de otra porque no hay accionariado conjunto la efectiva distribución entre ellas no sería posible, ya que los destinatarios de la misma son ajenos a la entidad que genera los beneficios en cuestión. Sin duda, se podrán alcanzar acuerdos en el seno del acuerdo que documenta el SIP, pero no serán de naturaleza (y por tanto de efecto) equivalente a los del supuesto anterior.

(E) Plazo del SIP y requisitos de permanencia.

La vigencia mínima del SIP y por tanto el período de tiempo durante el que sus integrantes deben respetar el cumplimiento de todos los anteriores requisitos es de diez (10) años. Dos (2) años antes de esa fecha de expiración deberán sus integrantes manifestar su voluntad de desistir del acuerdo.

Se prevé que el SIP tenga, o pueda tener, una primera fecha de caducidad. Las partes podrán contemplar su prórroga expresa o tácita en el acuerdo que alcancen, así como las condiciones particulares que lo integren. Es relevante tener en cuenta aquí que no todas las entidades que forman parte del SIP “ponderan” igual en él o tienen las mismas atribuciones. En un SIP donde haya una entidad notablemente más relevante que las otras y en el que ésta asuma el papel de “entidad central” su retirada del acuerdo puede vaciarlo de contenido material. Y no sólo esto, la desaparición de la “entidad central” planteará la cuestión de la propia viabilidad del SIP si ninguno de sus integrantes puede hacerse cargo de especialísimas funciones directoras que le son encomendadas.

(F) Ponderación “0” del riesgo de contrapartida ante todos los integrantes del SIP.

Junto con los requisitos anteriores, que por su propia naturaleza pueden ser calificados como *operativos*, la ley exige que se cumplan además los requisitos que el RD 216/2008 exige para otorgar ponderación cero a las exposiciones que tengan entre sí las entidades que forman parte del Sistema Institucional de Protección. Nos referimos a dichos requisitos en el apartado 3.3 siguiente.

3. El RD 216/2008 de recursos propios de las entidades financieras

Como hemos visto, la existencia de un sistema institucional de protección determina, desde el punto de vista del cumplimiento de la normativa de recursos propios, que varias entidades puedan, por virtud de un acuerdo contractual que determine la

existencia de un sistema institucional de protección, cumplir con las exigencias de recursos propios mínimos.

El RD 216/2008 introduce los sistemas institucionales de protección en el sistema español con anterioridad a la reforma de la Ley 13/1985 que se produce como consecuencia del RDL 9/2010. En efecto, el RD 216/2008 había introducido en su art. 26.7 los SIP a los efectos *exclusivos* de ponderaciones por riesgo de las exposiciones en el método estándar. De esta forma, la norma prevé que las entidades de crédito pueden asignar una ponderación de riesgo del 0% a las exposiciones frente a contrapartes que pertenezcan al mismo sistema institucional de protección que la entidad acreedora a condición de que, a juicio del Banco de España, se cumplan las condiciones siguientes:

- (i) la contraparte será una entidad de crédito, una sociedad financiera de cartera, una entidad financiera, una empresa de gestión de activos o empresa de servicios auxiliares sujeta a los requisitos prudenciales apropiados y establecida en el mismo Estado miembro;
- (ii) que la entidad de crédito y la contraparte hayan llegado a un acuerdo contractual o legal de responsabilidades que incluya a la entidad de crédito y a la contraparte que proteja a dichas instituciones y, en particular, que garantice su liquidez y solvencia a fin de evitar la quiebra cuando resulte necesario, denominado, en lo sucesivo, sistema institucional de protección;
- (iii) que los acuerdos garanticen que el sistema institucional de protección podrá otorgar el apoyo necesario con arreglo a su cometido, con cargo a fondos disponibles para ello de forma inmediata;
- (iv) que el sistema institucional de protección cuente con mecanismos adecuados y establecidos de manera uniforme para el seguimiento y la clasificación de riesgos, que ofrezcan una visión exhaustiva de la situación de riesgo de cada miembro y del sistema institucional de protección en su conjunto, con las correspondientes posibilidades de sometimiento a influencia; dichos sistemas controlarán adecuadamente las exposiciones que se consideren en situación de impago;
- (v) que el sistema institucional de protección efectúe su propia evaluación de riesgos y la comunique a sus miembros;
- (vi) que el sistema institucional de protección elabore y publique una vez al año ya sea un informe consolidado que comprenda el balance, la cuenta de beneficios y pérdidas, el informe de situación y el informe de riesgos del sistema institucional de protección en conjunto, ya sea un informe que comprenda el balance agregado, la cuenta agregada de beneficios y pérdidas, el informe de situación y el informe de riesgos del sistema institucional de protección en conjunto;
- (vii) que los miembros del sistema institucional de protección que deseen dejarlo estén obligados a notificarlo con una antelación de, al menos, 24 meses;
- (viii) que se elimine la utilización múltiple de elementos admisibles para el cálculo de los fondos propios, así como cualquier constitución inapropiada de fondos propios entre los miembros del sistema institucional de protección; y,

- (ix) que el sistema institucional de protección se base en una amplia participación de entidades de crédito con un perfil de actividades predominantemente homogéneo.

De la lectura de todos ellos parece claro, como antes dijimos, que primero se regularon los requisitos para la ponderación del riesgo de contrapartida en supuestos de existencia de un SIP para luego tratar los requisitos del acuerdo contractual que constituye el SIP a los efectos de determinación de los recursos propios mínimos. Existe por tanto, cierta duplicidad o solapamiento entre ley y reglamento.

El RD 216/2008 traspone al sistema normativo español la Directiva 2006/48/CE relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio y también la Directiva 2006/49/CE, sobre la adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión y las entidades de créditos con algunas particularidades.

- (i) El apartado 7 del art. 26 del RD 216/2008 transcribe el art. 80.8 de la Directiva 2006/48/CE que define los requisitos para la existencia de un sistema institucional de protección regulando el cálculo de las exposiciones ponderadas por activos de riesgo.
- (ii) El RD 216/2008 define con claridad que la autoridad competente es el Banco de España.
- (iii) Elimina los apartados a), d) y e) ⁽⁶⁾ del art. 80.7 de la Directiva 2006/48/CE; y
- (iv) Refuerza la eficacia del sistema institucional de protección al permitir que el Banco de España exija a las entidades acogidas al mismo sistema institucional de protección vincularse a las instrucciones que los organismos de gestión del mismo puedan establecer en orden a asegurar la solvencia y la liquidez del sistema.

En cualquier caso, es el apartado 5 de la Norma Decimoquinta de la Circular 3/2008 la que aborda con mayor detalle los requisitos de los sistemas institucionales de protección y sus consecuencias desde el punto de vista contable.

IV. NATURALEZA JURÍDICA

La determinación de la naturaleza jurídica del *acuerdo contractual* por el que se crea el SIP tiene importancia en la medida en que de dicha naturaleza dependerán los

⁽⁶⁾ Art. 80.7 de la Directiva 2006/48/CE:

“a) la contraparte será una entidad o sociedad financiera de cartera, una entidad financiera, una empresa de gestión de activos o empresa de servicios auxiliares sujeta a los requisitos prudenciales apropiados; (...)

d) la contraparte estará establecida en el mismo Estado miembro que la entidad de crédito; y

e) no existirá actualmente ni será previsible que exista impedimento alguno material o jurídico a la inmediata transferencia de fondos propios o el reembolso de pasivos de la contraparte a la entidad de crédito”.

términos fundamentales de la formación, desarrollo y extinción del contrato en cuestión.

La identificación de la naturaleza jurídica de una figura contractual, particularmente cuando ésta es atípica, resulta necesaria para evitar que a la hora de resolver los conflictos que puedan suscitarse entre las partes en aquellas materias que no estén expresamente previstas por las partes en el contrato se recurra al régimen jurídico de otros contratos típicos resolviendo la cuestión de que se trate con arreglo a soluciones impropias a la relación creada por las partes. En definitiva lo que pretendemos al resolver la cuestión previa de cuál sea la naturaleza jurídica de un acuerdo contractual por el que se crea un sistema institucional de protección es el criterio de “aplicación normativa”⁽⁷⁾, y por tanto cómo han de resolverse aquellas cuestiones no previstas por la voluntad cuando se elige un tipo no regulado por ley.

¿Cuáles son las características propias de un acuerdo SIP? La delimitación de dichas características facilita la identificación de aquellos regímenes jurídicos que pudieran serles aplicables aun aceptando la dificultad de realizar una asimilación absoluta a cualquiera de las figuras contractuales con las que presenta similitudes.

A efectos del análisis propuesto, resulta conveniente distinguir entre aquellos supuestos en los que el SIP se implementa a través de la creación de una nueva sociedad con personalidad jurídica independiente y participada por los miembros del SIP de aquellos otros en los que no tiene lugar la creación de una entidad independiente. En ambos casos, será necesario que exista un contrato, semejante en su finalidad y contenido a los contratos de *joint venture* habituales en las operaciones de integración empresarial, que incorpore los requisitos regulatorios del SIP. No obstante, como se verá a continuación, es de prever que el contenido de cada contrato sea diferente.

1. SIP sin creación de una nueva entidad

En este supuesto será necesario que un miembro del SIP ejerza la función de entidad central y que, asimismo, todos los miembros del SIP suscriban un contrato que contenga todos los requisitos y características del SIP, tal y como éstos han sido expuestos anteriormente. Así, el contrato del SIP regulará, entre otras posibles cuestiones, los compromisos conjuntos de solvencia y liquidez, la organización y funcionamiento del SIP, las reglas necesarias para dar cumplimiento con los restantes requisitos establecidos por el RDL 11/2010 y demás normativa que resulta de aplicación, así como la necesaria delegación de facultades en la entidad central para que ésta pueda desarrollar con eficiencia e independencia las funciones que tiene asignadas.

⁽⁷⁾ La cuestión de la tipicidad de las nuevas formas de contratación plantea tanto el problema de la aplicación normativa como el problema de la “admisibilidad”, entendiéndose por esto si el contrato en cuestión respeta las limitaciones que al principio de la autonomía de la voluntad establece el art. 1255 del Código Civil —Vid. Rafael GARCÍA VILLAYERDE, “Tipicidad contractual y contratos de financiación”, en la obra colectiva *Nuevas entidades, nuevas figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Editorial Civitas, 1990—.

Este contrato tendrá una naturaleza atípica pero muchos de sus elementos podrán guardar cierta similitud con determinados contratos asociativos. En nuestra opinión, el contenido de dichos contratos atípicos podría determinar que, a pesar de su inicial atipicidad, adquieran, al menos en parte, la naturaleza jurídica de determinadas figuras asociativas. Con independencia de otras posibles figuras, nos referimos en concreto al contrato de cuentas en participación y a la comunidad de bienes.

(a) Contrato de cuentas en participación.

Mediante esta figura contractual todos los cuenta-partícipes participan unos de las operaciones de los otros compartiendo, de forma proporcional a sus respectivas aportaciones, el riesgo de dichas operaciones y negocios. Como parte de este contrato, los cuenta-partícipes aportan capital a un propietario-gestor que recibe dichas aportaciones y, haciéndolas suyas, las dedica a operaciones en interés de todos los cuenta-partícipes. El elemento de puesta en común de los futuros resultados y la figura de un gestor acercaría el contrato del SIP a esta figura contractual, si bien, en el caso de un SIP (y con independencia de otros elementos diferenciadores), la entidad central no adquiriría “titularidad” sobre los bienes aportados, sino que su función se limitaría a determinar las políticas y estrategias comunes. La regulación específica de este contrato es muy escueta y se contempla en los arts. 239 a 243 del Código de Comercio.

(b) Comunidad de bienes.

En la comunidad de bienes un bien o derecho o un conjunto de bienes o derechos pasan a pertenecer a varios titulares (comuneros) de forma conjunta y simultánea. Así, el comunero es titular de cuotas abstractas o ideales de la cosa, sin corresponderle, sin embargo, una parte material, concreta y determinada de las mismas. De nuevo, el elemento de puesta en común y el hecho de que los comuneros compartan el riesgo proporcionalmente a su participación asemejaría los SIP a esta figura. Ello no obstante, la especificidad de las características del SIP determinará que, en la práctica, resulte bastante improbable que los requisitos del SIP se identifiquen con esta figura asociativa.

La regulación específica de este contrato se encuentra en el Código Civil (arts. 392 a 406).

2. SIP con creación de una nueva entidad

Mediante esta fórmula, los integrantes de un SIP constituirán una sociedad independiente que actuará como entidad central y en la que participarán todos ellos de forma proporcional a sus aportaciones. En paralelo a la creación de la nueva entidad, los integrantes del SIP suscribirán asimismo un contrato de accionistas que regulará todas aquellas cuestiones que, o bien no están cubiertas por la normativa aplicable a la sociedad en cuestión y sus estatutos sociales, o bien, aun estando cubiertas por dichas normas y estatutos, las partes desean establecer una regulación diferente.

En cuanto a la forma jurídica de la sociedad, y sobre la base de la ausencia de una regulación detallada en este aspecto, entendemos que teóricamente ésta podría revestir

cualquiera de entre las correspondientes a los tipos societarios existentes, en el entendido de que dicha forma jurídica determine la existencia de una entidad con personalidad jurídica independiente y en la que la responsabilidad de sus miembros sea en régimen de mancomunidad según lo aportado. Así, el SIP podría configurarse como una sociedad anónima o como una sociedad de responsabilidad limitada o, incluso, adoptar la forma de otros tipos societarios menos habituales como son la sociedad civil o la sociedad colectiva.

Sin embargo, en la práctica el Banco de España ha venido manteniendo una postura constante en cuanto a la forma jurídica de la entidad que constituya el SIP y ha defendido que éste se constituya como una entidad jurídica que asegure el sometimiento a su supervisión. Esta directriz limitaría las opciones a Bancos, Cajas de Ahorros, Establecimientos Financieros de Crédito o Cooperativas de Crédito. Es más, El Banco de España ha venido sugiriendo más recientemente que los SIP adopten específicamente la forma de Banco debido a su mayor flexibilidad para acudir a los mercados y captar capital privado. De hecho, esta es la forma del SIP de Banca Cívica, que agrupa a la Caja de Ahorros de Navarra, Caja Canarias y Caja Burgos y también la que eligió CajAstur en su proceso de integración con Caja Castilla-La Mancha, a través del banco Libertas, aunque este último caso no se tratara propiamente de un SIP sino de una fusión.

Como hemos dicho, las relaciones entre los socios de la nueva entidad y el cumplimiento con los requisitos regulatorios del SIP vendrán regulados por la normativa aplicable a la entidad jurídica elegida y sus estatutos sociales, así como por el acuerdo entre los integrantes del SIP por el que éstos regulen las restantes materias relativas al SIP en cuestión. En este sentido, entendemos que se tratará de un pacto de socios que regulará, entre otras cuestiones, las siguientes: (i) la integración estratégica, financiera y política, (ii) la integración funcional y operativa, así como (iii) la organización de la administración y gobierno del SIP, todas ellas, obviamente, de conformidad con la normativa que regula los SIP y las exigencias que en dicha normativa se contienen.

V. LOS SIP Y EL DERECHO CONCURSAL

Las cuestiones que desde el punto de vista del derecho concursal plantea el SIP dependen de cuál sea su configuración. Existirá una diferencia de tratamiento del concurso, en las diferentes materias que a continuación señalamos, en función de si el SIP crea una nueva entidad con aportación de capital de sus integrantes, frente al supuesto en el que los miembros del SIP se agrupan bajo la modalidad del *joint venture* sin aportación efectiva de capital a una nueva entidad.

Cuando el SIP es de los que podríamos denominar “asociativos”, el concurso de una de las entidades que lo integran no supone el de las otras. Hay separación patrimonial plena entre entidades; los acreedores no se comunicarán con los patrimonios de otras entidades del SIP. Sin embargo, precisamente por razón de los acuerdos de solvencia que el SIP implica, puede plantearse la delicada cuestión de si el concurso

puede exigir el cumplimiento del acuerdo a los otros integrantes del sistema pero al mismo tiempo eludir su propio compromiso cuando, en atención a las circunstancias de que se trate, este devenga exigible. En estos casos, y partiendo de la vigencia del contrato después de la declaración del concurso, si el concursado exigiese al resto de entidades asociadas alguna aportación, entendemos que el crédito para la restitución sería a cargo de la masa.

Otro tema que debe ser considerado desde el punto de vista del resto de los integrantes del SIP y de los acreedores de ellos a título individual o incluso colectivo es el del riesgo de que la propia celebración del SIP pueda ser objeto de una acción de reintegración. Como sabemos, de acuerdo con la ley concursal todos los actos perjudiciales para la masa ejecutados durante los dos años anteriores a la declaración de concurso son rescindibles, por lo que, al margen de la casuística concreta, tanto los pagos realizados en el marco del SIP como el mismo acuerdo de constitución del SIP podrían ser objeto de una acción rescisoria.

VI. CONCLUSIONES

No hemos pretendido en un trabajo necesariamente preliminar como éste resolver las múltiples cuestiones que los sistemas institucionales de protección plantean tanto entre las entidades que los integran como frente a terceros, en el sentido más amplio, que con ellos se relacionan.

Es llamativa la indefinición, de acuerdo con las fuentes consultadas, del origen de los sistemas institucionales de protección, y quizá por esto puede justificarse su progresiva adaptación a las necesidades concretas de los distintos mercados/jurisdicciones en los que se han implantado. Creemos que, al menos en el ámbito europeo, una normativa que regule con carácter general los SIP permitiría una mayor homogeneización entre todos ellos, lo que sin duda redundaría en beneficio del mercado interior. Como es sabido, otras formas asociativas tienen un alto grado de armonización en el espacio europeo sin perjuicio de las particularidades locales: sociedades, fondos de inversión etc.

De la revisión de la normativa aplicable a los SIP se deduce claramente una finalidad *en origen*, el tratamiento de los recursos propios, y una finalidad, si se nos permite, *derivada*, el reforzamiento de la solvencia de las entidades que integran tales sistemas institucionales. En este trabajo hemos identificado numerosas cuestiones que deberían resolverse en la normativa y que afectan tanto al ámbito del derecho privado como al ámbito del derecho público. Creemos que es pronto todavía, y la experiencia práctica de los sistemas de protección está en fase de evolución, como para anticipar las respuestas a muchas de las preguntas que este trabajo preliminar formula. Del sentido de esas respuestas dependerán su éxito y consolidación frente a los mercados.

JURISPRUDENCIA

LA REPRESENTACIÓN CAMBIARIA: OMISIÓN DE LA CONTEMPLATIO DOMINI (Doctrina jurisprudencial reciente)

NEREA IRACULIS ARREGUI

*Doctora en Derecho. Profesora de Derecho Mercantil
Universidad del País Vasco*

RESUMEN

Letra de cambio aceptada o pagaré firmado por un representante de una sociedad por cuenta de ésta pero sin expresar la actuación representativa en la antifirma. El tenedor del documento ha de decidir si demanda a la sociedad o al firmante. La solución está en las recientes sentencias del Tribunal Supremo. La falta de poder o la extralimitación en el mismo es lo que hace surgir la responsabilidad personal del firmante. Supuestos ambos que no se contemplan cuando se trata de aceptación realizada por el representante de la sociedad librada. En cambio, en el pagaré, si se omite la referencia al apoderamiento, el firmante queda personalmente obligado como si la representación no existiera, pues se crea la apariencia de que está asumiendo personalmente la deuda y resulta imposible deducir del pagaré que quien lo suscribe lo hace en representación de otro.

Palabras clave: *Letra de cambio aceptada, pagaré, representante, antifirma, responsabilidad personal, sociedad librada.*

ABSTRACT

An accepted bill of exchange or a promissory note signed by a representative of a society on its account but without expressing the situation of the representative in the signer. The holder of the document must decide whether to file a lawsuit against the society or the signer. The solution is in recent judgements of the Supreme Court. The lack or the excess of one's authority is what arises the personal responsibility of the signer. Both assumptions are not considered when it refers to the acceptance made by the representative of the drawn society. Instead, if the reference of the granting of power is omitted in the promissory note, the signer is personally obliged as if the representation did not exist, since it seems that the signer is personally assuming the debt and it is impossible to deduce from the promissory note the fact that the person who signs it does it as representative of another.

Key words: *An accepted bill of exchange, promissory note, representative, the signer, the personal responsibility of the signer, the drawn society.*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. LA CONTEMPLATIO DOMINI EXIGIDA POR EL ARTÍCULO 9 DE LA LCCH.

III. OMISIÓN DE ANTEFIRMA POR PARTE DEL ACEPTANTE DE UNA LETRA DE CAMBIO.

1. **El artículo 10 de la LCCh.**
2. **Principio de literalidad.**
3. **Causalización *inter partes* de la letra de cambio.**
4. **La identidad necesaria entre librado y aceptante no es una identidad formal, sino una identidad material.**

IV. OMISIÓN DE ANTEFIRMA POR PARTE DEL FIRMANTE DE UN PAGARÉ.

V. CONCLUSIONES.

I. INTRODUCCIÓN

El tenedor de una letra de cambio o de un pagaré librado contra una sociedad ejercita acción cambiaria contra la persona física que firma en la casilla del acepto o en el espacio reservado al firmante. El demandado interpone demanda de oposición por falta de legitimación pasiva, argumentando que se había obligado en su calidad de administrador de la sociedad, y no a título personal. El tenedor, en cambio, argumenta que el administrador se había obligado en su propio nombre por mandato legal al no consignar indicación alguna de actuar por poder o representación.

La doctrina del Tribunal Supremo, atemperando el requisito formal de la antefirma para aquellos supuestos en los que el aceptante de la letra de cambio es representante legal de la sociedad librada, se recoge en el *fundamento de derecho tercero* de la Sentencia de 5 de abril de 2010, que se reproduce a continuación:

“La LCCH establece que todos los que pusieren firmas a nombre de otro en letras de cambio deberán hallarse autorizados para ello con poder de las personas en cuya representación obraren, expresándolo claramente en la antefirma (art. 9.2.º de la LCCH). Este mandato se funda en el principio de formalidad de la letra de cambio y atiende a la seguridad del tráfico mercantil, el cual exige que quienes intervienen en el giro conozcan con precisión la identidad de quienes intervienen en una letra de cambio y el concepto en que lo hacen. El incumplimiento del mandato de hacer constar la representación en la antefirma comporta la consecuencia de que el firmante se ve obligado a responder personalmente. Se plantea, sin embargo, la cuestión de si esta consecuencia es aplicable en aquellos casos en los cuales, aun omitiéndose toda referencia a la existencia de un poder, la condición en que actúa el aceptante resulta de manera inequívoca de las menciones que constan en la letra de cambio en relación con la entidad o sociedad librada. Esta Sala, en aras de la unificación de la doctrina sobre la materia, fija como doctrina que la omisión por parte de quien firma el acepto de una letra de cambio de antefirma o de otra referencia al hecho de actuar por poder o por representación o como administrador de la entidad o sociedad que figura como librada en la letra no libera a éstas de responsabilidad como aceptante, excepto cuando el firmante del acepto carece de dicho poder o representación;

y, a su vez, quien acepta la letra en tales condiciones no se obliga personalmente, sino que obliga a la entidad o sociedad que aparece como librado si efectivamente ostenta poder o representación de ella”.

Esta doctrina, sin embargo, no es aplicable al firmante de un pagaré sin hacer constar el poder o representación con que actúa. El Tribunal Supremo así lo recoge en el *fundamento de derecho tercero* de la sentencia de 9 de junio de 2010, que se reproduce a continuación:

“Esta doctrina, sin embargo, no puede aplicarse al caso en que la ausencia de indicación de poder o de representación se produce cuando resulta imposible deducir de las menciones de la letra que éste actúa como representante o apoderado de una sociedad o entidad, dado que, ostente esta condición respecto de una o varias, puede haber optado por obligarse en nombre propio, de tal suerte que estimar lo contrario comportaría un menoscabo de la seguridad del tráfico cambiario. En consecuencia, se fija la doctrina de que el firmante de un pagaré queda obligado en nombre propio si no hace constar el poder o representación con que actúa o, al menos, la mención de la estampilla de la razón social en cuya representación actúa, dado que resulta imposible deducir de las menciones del pagaré que actúa como representante o apoderado de una sociedad o entidad aunque ostente esta condición respecto de una o varias. De la solución dada por esta Sala a este supuesto específico, según se ha razonado, se deduce la consecuencia de que debe considerarse obligado personalmente en virtud del título quien firma un pagaré sin hacer constar que actúa por poder o representación de una sociedad. En consecuencia, no se advierte que la sentencia recurrida haya incurrido en la infracción que se le imputa cuando concluye que el demandado asumió en su propio nombre la obligación de pago a la sociedad actora y quedó obligado personalmente por no haber hecho la indicación en la antefirma del pagaré del carácter con que actuaba”.

El art. 67.2.1.^º de la Ley Cambiaria y del Cheque (en adelante, LCCh) distingue entre las excepciones⁽¹⁾ basadas en la invalidez y las que proceden de la inexistencia de la propia declaración. En el caso de las excepciones fundadas en la inexistencia de la declaración cambiaria, la oposición del deudor encuentra su fundamento en el hecho de que no cabe atribuir a éste ninguna intervención en la emisión de la declaración cambiaria en la que se funda la reclamación del tenedor⁽²⁾. Son supuestos en los que, a pesar de la apariencia creada por el documento, no se ha producido declaración cambiaria alguna por parte del sujeto que figura como obligado en el título cambiario. En estos casos, la inexistencia de voluntad negocial en el plano cambiario genera una excepción esgrimible *erga omnes* a favor del sujeto al que, de forma improcedente, se

(1) La excepción cambiaria se concibe en un sentido lato como todo medio de defensa del obligado cambiario frente a la pretensión del acreedor cambiario. Así, SÁNCHEZ CALERO, F., “Las excepciones cambiarias”, *RDBB*, 29, 1988, p. 14.

(2) Véase PAZ-ARES, C., “Las excepciones cambiarias”, en MENÉNDEZ, A. (Dir.), *Derecho Cambiario. Estudios sobre la Ley Cambiaria y del Cheque*, Madrid, 1986, pp. 286 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F., “Las excepciones cambiarias”, *op. cit.*, p. 42.

le atribuye la asunción de la obligación cambiaria. De todas las excepciones referidas a la inexistencia de la propia declaración, indudablemente las que han merecido una mayor atención en la jurisprudencia son las relacionadas con la materia de la representación cambiaria regulada en los arts. 9 y 10 de la LCCh. En particular, los mayores problemas que afloran en la jurisprudencia no provienen tanto de la aplicación del contenido del art. 10 de esta ley —relativo a la ausencia de poder y al exceso cometido por el representante en la utilización del poder conferido—, sino, más bien, de lo dispuesto en su art. 9 —dedicado a la exigencia de poder y a la forma de consignar la *contemplatio domini* en el título cambiario—.

El sujeto a quien se le reclama el pago de una letra de cambio o de un pagaré en virtud de la declaración cambiaria suscrita por un falso representante tiene una excepción oponible frente a cualquier sujeto que le reclame el pago del crédito cambiario, porque la persona que ha firmado o aceptado el título cambiario careciendo de facultades para obligar al librado o firmante es la que queda vinculada personalmente según dispone el art. 10 de la LCCh (este art. es una excepción a la regla general que obliga a pagar la letra de cambio al aceptante o el pagaré al firmante, *ex arts.* 33 y 97 de la LCCh). En tal supuesto, el acreedor cambiario podrá dirigir la acción cambiaria contra el falso representante. Del mismo modo, se admite la aplicación del art. 10 de la LCCh, en cuanto a la posibilidad del representado cuyo representante pretende vincularlo más allá de los lindes del poder otorgado, de oponer una excepción que le permita negarse al pago del exceso por el que no estaba autorizado a obligarle.

En cambio, la redacción del art. 9 de la LCCh y la frecuente inobservancia en la práctica de las formalidades que dicho precepto dispone con vistas a una correcta plasmación de la *contemplatio domini* en la declaración cambiaria ha generado una abundante y no uniforme jurisprudencia. En estos pronunciamientos cabe distinguir una línea celosa de la formalidad y rigor propios del Derecho cambiario, que trata de proteger la nota de literalidad que caracteriza a los documentos cambiarios, y otra que flexibiliza las formalidades exigidas por el citado art. 9 cuando el tomador de la letra de cambio no puede desconocer una representación que deriva de las menciones de la letra y de la necesidad de las personas jurídicas de actuar por medio de representante, y cuando las partes de la relación cambiaria son también partes de la relación subyacente en la que se ha puesto de manifiesto la actuación representativa⁽³⁾.

(3) Ésta es la línea mayoritaria en la doctrina, que preconiza una interpretación preferentemente formalista de la *contemplatio domini* frente a terceros, y más flexible entre las partes inmediatas del contrato de entrega, reduciendo *inter partes* la representación a una relación extracambiaria. *Vid.* MENÉNDEZ, A., *Derecho Cambiario. Estudios sobre la Ley Cambiaria y del Cheque*, Madrid, 1986, p. 427; DE EIZAGUIRRE, J.M., *Derecho de los Títulos Valores*, Madrid, 2003, p. 140; VELASCO SAN PEDRO, L., *La representación en la letra de cambio*, Valladolid, 1990, pp. 56 y ss.; ALONSO ESPINOSA, A., *Representación cambiaria: presupuestos y eficacia*, Madrid, 1991, pp. 27 y ss. Esta doctrina la reprodujo con particular fidelidad la SAP de Madrid de 13 de septiembre de 1996 (*La Ley* 14266, 1996) al indicar que “Por exigencia del principio de literalidad, la Ley obliga a que la *contemplatio domini* conste en el propio texto de la letra de cambio. Sabido es, no obstante, que cuando los derechos cambiarios se ejercitan entre quienes fueron parte de las relaciones subyacentes a las letras, la literalidad debe ceder a favor de la configuración de derechos y obligaciones que resulte de esas relaciones subyacentes”.

II. LA *CONTEMPLATIO DOMINI* EXIGIDA POR EL ARTÍCULO 9 DE LA LCCH

El art. 9.1 de la LCCh establece que todos los que pusieran firmas a nombre de otro en letras de cambio deberán hallarse autorizados para ello con poder de las personas en cuya representación obraren, expresándolo claramente en la antefirma (mandato igualmente aplicable al pagaré *ex art.* 96 de la LCCh). Además, se trata de una disposición de alcance general que afecta a todo representante, incluidos los administradores de las sociedades mercantiles, que deben expresar su condición de tales en la antefirma, tal y como prevé el apartado primero del mencionado precepto. La presunción legal de que los administradores de compañías están autorizados por el solo hecho de su nombramiento (apartado segundo del art. 9) no exime de reflejar la representación en la letra o en el pagaré, pues la consignación de la *contemplatio domini* es una exigencia general para todo representante. No hay que olvidar que el representante sigue conservando una esfera jurídica propia en la que le está permitido incidir actuando exclusivamente en su nombre⁽⁴⁾.

Este mandato se funda en el principio de formalidad de los títulos cambiarios y atiende a la seguridad del tráfico mercantil, esto es, al hecho de que el título cambiario puede salir del ámbito del librador y del librado (en el caso de la letra de cambio) o del ámbito del firmante y del tomador (en el caso del pagaré), y de que el tenedor tiene derecho a conocer con precisión la identidad de quienes intervienen y el concepto en que lo hacen. Por otra parte, como gráficamente evidencia la SAP de Badajoz de 20 de noviembre de 2001 (*JUR* 2002, 64504), “admitir que el administrador queda obligado sin necesidad de hacer constar en la autofirma la cualidad con la que interviene, sería tanto como reconocer el absurdo de que los mismos no pueden nunca obligarse en nombre propio o, lo que es aún peor, concederles una facultad de opción para responder como tal administrador o como particular, según le conviniera, lo que es evidente que resulta inadmisibile, amén de ir ello contra la seguridad del tráfico mercantil y contra la buena fe del tenedor del título que puede haber aceptado el efecto teniendo en cuenta la persona libradora del mismo, si bien también es cierto que la jurisprudencia ha paliado el formalismo atendiendo como suficiente, a los efectos aludidos, la firma del representante junto con la mención de la estampilla de la razón social de la entidad en cuya representación actúa aquél (véase, entre otras muchas, STS de 24 de abril de 1970)”.

La LCCh no prevé las consecuencias que reviste la omisión de la *contemplatio domini* por parte del aceptante o firmante que ostenta poder de representación bastante e interviene en el título cambiario con fines representativos. En el caso de que la mención sea incompleta por la omisión de la referencia al poder (por la omisión de las siglas “p.p.” o “p.o.”), el Tribunal Supremo, tanto durante la vigencia del art. 447 del Código de Comercio como durante la vigencia de la LCCh, ha interpretado este mandato legal de manera flexible, declarando que no es necesario que se haga constar

⁽⁴⁾ En este sentido, VELASCO SAN PEDRO, L., *La representación en la letra de cambio*, *op. cit.*, p. 56.

formalmente que se actúa por poder, orden o en representación de una sociedad, sino que basta con que el representante o administrador de una sociedad o entidad estampe en la antefirma el sello de la misma con datos suficientes para identificarla [recientemente SSTs de 11 de septiembre de 2003 (*RJ* 2003, 6067); 19 de mayo de 2009 (*RJ* 2009, 3180), en la que se indica que la identificación de la sociedad mediante la estampilla visualiza plenamente respecto de terceros la situación representativa, sin que nada añada relevante en tal perspectiva la consignación de las expresiones “p.p.” o similares. Por lo que es aplicable la doctrina jurisprudencial de que “cuando un librador o endosante de un título cambiario es una sociedad resulta suficiente, y cumple el trámite normal, la firma del representante de ella, juntamente con la mención de la estampilla de la razón social en cuya representación actúa aquél”; y 9 de junio de 2010 (*JUR* 2010, 326832), que fija la doctrina de que “el firmante de un pagaré queda obligado en nombre propio si no hace constar el poder o representación con que actúa o, al menos, la mención de la estampilla de la razón social en cuya representación actúa”; en la jurisprudencia menor, entre otras, la SAP de Madrid de 30 de junio de 2009 (*AC* 2009, 1770)].

En cambio, los problemas cartáceos se presentan en los supuestos de omisión de toda referencia a la actuación representativa. El incumplimiento del mandato de hacer constar la representación en la antefirma ha generado y sigue generando una abundante jurisprudencia de Audiencias y del Tribunal Supremo, cuyo examen es el objeto de este trabajo dirigido a conocer la posición jurídica que asumen tanto el firmante que omite la *contemplatio domini* como, en su caso, el representado, ante la exigencia de pago del crédito cambiario por parte del tenedor del título cambiario correspondiente.

La omisión de la *contemplatio domini* puede tener lugar con motivo de cualquier declaración cambiaria o acto de suscripción⁽⁵⁾. En esta ocasión, se hace hincapié en los casos en que dicha omisión tiene lugar con motivo de la prestación de la aceptación de una letra de cambio y del libramiento de un pagaré. La no consignación en el documento de la *contemplatio domini* exigida por el art. 9.1 de la LCCh en estos casos ha derivado en numerosos pronunciamientos en los que la no indicación formal del nombre o designación del representado no lleva a excluir necesariamente la declaración cambiaria de éste. Los argumentos empleados para justificar esta conclusión son diversos pero, de una u otra forma, conducen a la protección del tráfico cambiario.

(5) Las declaraciones cambiarias no constituyen excepciones respecto del resto de las declaraciones de voluntad del Derecho de obligaciones. Como tales declaraciones negociales se hallan sometidas al dogma de la autonomía de la voluntad. Ahora bien, respecto de las declaraciones cambiarias procede su sometimiento a los límites impuestos por el Derecho cambiario imperativo. Entre dichos límites no se encuentra la posibilidad de realizar la declaración cambiaria mediante representante. Como toda declaración de voluntad, la declaración cambiaria o acto de suscripción puede ser realizada mediante representante. EIZAGUIRRE, J.M., *Derecho de los Títulos Valores*, op. cit., p. 135.

III. OMISIÓN DE ANTEFIRMA POR PARTE DEL ACEPTANTE DE UNA LETRA DE CAMBIO

1. El artículo 10 de la LCCh

Una primera justificación de la doctrina según la cual la omisión de antefirma o de otra referencia al hecho de actuar por poder o por representación o como administrador de la sociedad que figura como librada en la letra de cambio por parte de quien firma el acepto no libera a ésta de responsabilidad como aceptante se encuentra en el propio art. 10 de la LCCh. En virtud de este precepto “el que firma como representante de otra persona sólo queda obligado personalmente si carece de poder”. De ello se infiere que para la LCCh resulta sustancial la existencia o no de poder, susceptible de comprobación, para determinar si el firmante se obliga personalmente u obliga a la sociedad librada. Entonces, cabe preguntarse cuál es la naturaleza de la *contemplatio domini*: ¿es un requisito de forma de la declaración cambiaria (en cuyo caso su falta impedirá definitivamente la posibilidad de imputación cambiaria al representado), o se trata simplemente de una mención documental? (y, en esta hipótesis, cabrá la posibilidad de imputación al representado aun en ausencia de antefirma). La expresión en la antefirma de que se actúa por poder constituye un requisito formal encaminado a poner de manifiesto este carácter frente a los tomadores y tenedor legítimo. En consecuencia, la omisión de la antefirma haciendo constar la persona en cuyo nombre actúa el firmante, como requiere en general el art. 9 de la LCCh, no constituye un defecto formal que afecte a la validez de la actuación representativa, sino una falta de mención documental que sólo opera a efectos de prueba, ya que tal y como establece el art. 10 de la LCCh el firmante queda obligado personalmente cuando carece de poder para obrar en nombre del representante o se excede del que tiene. Con lo cual, no se considera la mención representativa un elemento esencial absoluto, sino meramente relativo o probatorio. Del propio carácter excepcional del art. 10 se deduce que si el firmante del acepto tiene poder del librado quien se obliga es el propio librado, como lo requiere la propia seguridad del tráfico. El Tribunal Supremo, en su Sentencia de 5 de abril de 2010 (*JUR* 2010, 174023) se inclina por la tesis que propugna la irrelevancia del hecho de que se omita la referencia al apoderamiento del firmante cuando se trata de aceptación realizada por persona que dispone de poder suficiente; solución que considera la más acorde con la seguridad del tráfico mercantil, y que es además admitida por el texto de la LCCh, porque de su art. 10 se deduce que es precisamente la falta de poder o la extralimitación en el mismo la que hace surgir la responsabilidad personal⁽⁶⁾.

Por el contrario, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Álava de 19 de diciembre de 2005 (declarada sin valor ni efecto alguno por el Alto Tribunal en su Sentencia de 5 de abril de 2010, *JUR* 2010, 174023) determina que la aplicación del art. 9 de la LCCh tiene como consecuencia que, faltando antefirma y expresión en la misma de que se firma por poder o por cuenta del representado, asume la condición de

⁽⁶⁾ En la doctrina, como impulsor de esta línea jurisprudencial, PAZ-ARES, C., “Las excepciones cambiarias”, *op. cit.*, p. 295.

obligado cambiario, en calidad de aceptante, la persona física que estampe su firma. Lo que el citado art. 9 establece es el principio de literalidad que rige la letra de cambio, o dicho en otras palabras, el principio de que lo que no está en la letra no está en el mundo⁽⁷⁾, y por ende el representante que no exprese su carácter quedará obligado personalmente. Esta tesis de la Audiencia [apoyada por otras, véase la SAP de Murcia de 22 de julio de 2002 (*JUR* 2002, 261938) o la SAP de Islas Baleares de 10 de octubre de 2006 (*JUR* 2006, 251262)], basada en una concepción abstracta del sistema cambiario, pone de manifiesto que la determinación de quién debe ser considerado obligado cambiario en el caso de que el sujeto con poder suficiente para emitir una declaración cambiaria en nombre de otro no exprese en el documento cambiario esa actuación representativa, no puede resolverse únicamente con la aplicación de los arts. 9 y 10 de la LCCh, sino que debe tenerse en cuenta la literalidad del documento y la protección que, de la apariencia así creada, se deriva para los terceros de buena fe⁽⁸⁾.

2. Principio de literalidad

La literalidad del derecho incorporado significa que las relaciones entre el deudor y el acreedor del documento se han de regular por lo que expresa el título mismo, cualquiera que fuere el contenido y el régimen del derecho incorporado según el negocio que lo hizo nacer. Opera exclusivamente a favor de quien haya de ejercitar el derecho documental, dominando la idea de la confianza y de la apariencia, siendo la letra de cambio un título-valor de los llamados completos, incorporando de modo perfecto un derecho donde la literalidad se presenta en toda su intensidad. La consecuencia de ello es el principio de que lo que no está en la letra no está en el mundo, y por ende el representante que no expresa su carácter queda obligado personalmente. El principio de literalidad alude a la apariencia exterior del poder de representación, evidenciado por la expresión de ese actuar a nombre de otro en la antefirma, expresión que ha de ser clara y resulta obligatoria a tenor del art. 9 de la LCCh.

Según la citada sentencia de la Audiencia Provincial de Álava de 19 de diciembre de 2005, en los supuestos de aceptación de una letra de cambio omitiendo la *contemplatio domini* la persona aceptante debe responder ante el tenedor del título, surgiendo la responsabilidad de una situación objetiva de apariencia creada por el propio aceptante, cuya conducta de dejadez al no consignar que actúa en representación de otro sujeto no puede en Derecho cambiario generar la desprotección del tercero de buena fe, soportando así las consecuencias de su omisión, y todo ello sin perjuicio de las acciones que pueda ejercitar frente a la entidad librada. El efecto de la aplicación de este principio es la vinculación cambiaria del firmante que omite la alusión en el

(7) VELASCO SAN PEDRO, L., *La representación en la letra de cambio*, op. cit., p. 57.

(8) En la doctrina, MUÑOZ MARTÍN, N., “Representación cambiaria y falta de *contemplatio domini*. Comentario a la Sentencia de la Audiencia Provincial de Palma de Mallorca de 13 de abril de 1991”, *RDBB*, 53, 1994, pp. 195 y ss.; VELASCO SAN PEDRO, L., *La representación en la letra de cambio*, op. cit., pp. 65 y ss.; *id.*, “Representación cambiaria y *contemplatio domini* (Comentario a la Sentencia de la Audiencia Provincial de Santa Cruz de Tenerife de 22 de junio de 1989)”, *RDBB*, 36, 1989, pp. 840-841.

documento a su actuación representativa frente al tercero de buena fe que confía en la literalidad del documento y, por ende, la inoponibilidad por el firmante de dicha actuación al tercero acreedor. La razón de tal exigencia descansa en el carácter formal y abstracto de los títulos cambiarios, cuyas declaraciones están destinadas a un número indeterminado y más o menos amplio de personas, de manera que su circulación ha de procurar la debida seguridad, para lo cual es imprescindible su condición de títulos completos y sustantivos. En base a esta integridad, también el mecanismo de la representación o el mandato, caso de existir, ha de resultar del propio documento, y así quien firma el efecto sin expresar su cualidad de representante queda, en principio, vinculado personalmente, y desde ese momento surge para él la obligación cambiaria con los rigurosos efectos que de ella se derivan, al igual que ocurre en los casos de ausencia o exceso del poder (art. 10 de la LCCh).

Por otro lado, si bien la omisión de tal formalidad de la *contemplatio domini* determina en todo caso la vinculación directa del firmante del documento cuando el accionante es un tercero de buena fe, imponiéndose entonces un absoluto respeto a la apariencia de las declaraciones cambiarias, dada la inmunidad de éste frente a las excepciones causales, nada impide que dicha apariencia pueda quedar desvirtuada mediante la oportuna actividad probatoria cuando la contienda judicial se plantea *inter partes*. Es decir, si no concurren las circunstancias que permiten afirmar la existencia de una apariencia cambiaria objeto de protección, cabe afirmar la vinculación cambiaria del representado. Así sucede cuando por otros datos puede probarse que el sujeto que reclama el pago al firmante que omite la *contemplatio domini* conoce la actuación representativa de éste [como señala la SAP de Valencia de 27 de junio de 2002 (*JUR* 2002, 232775): “No es posible imponer en todos los casos en que no se haga constar la antefirma, la responsabilidad personal al firmante del documento cuando de la prueba practicada en las actuaciones cabe concluir con contundencia que la expresión de la firma no lo fue a título personal sino en representación de la sociedad”]. Ese conocimiento que desvirtúa la formalidad del título puede tener lugar cuando el tercero actuante está vinculado por una relación extracambiaria con el representado en la que tiene su origen dicha actuación representativa.

3. Causalización *inter partes* de la letra de cambio

Si bien la falta de antefirma en la letra de cambio debe acarrear la vinculación personal del firmante a su pago, sin embargo, cuando el ejecutante del título hubiera participado claramente en el negocio causal en desarrollo del cual se libra aquel, de manera que le conste que quien lo suscribe representa, al hacerlo, a otra persona, será esta última la obligada al pago (SAP de Madrid de 14 de octubre de 2005, SAP de Albacete de 13 de septiembre de 2005, SAP de León de 27 de noviembre de 2007, SAP de Badajoz de 25 de enero de 2007, SAP de Soria de 17 de diciembre de 2004, etc.). Sin desconocer que la tesis de la literalidad cambiaria proclama que las relaciones entre el deudor y el acreedor del documento se han de regular por lo que expresa el título mismo, cualquiera que fuere el contenido y el régimen del derecho incorporado, tanto la doctrina como la jurisprudencia suavizan acertadamente sus consecuencias, permitiendo la utilización de medios probatorios para demostrar la existencia de deter-

minadas relaciones entre los intervinientes de la letra que permitan, en definitiva, romper su abstracción.

Partiendo de los razonables límites que tratan de favorecer al titular del crédito, esto es, la constatación de la condición y cualidad de los que actúan cambiariamente, para que el tenedor conozca a quién se debe o puede dirigir su acción dicha obligación de hacer constar la actuación representativa no resulta menoscabada cuando de las pruebas practicadas se puede llegar a conocer que el firmante de la letra lo hizo no en su propio nombre sino en el de su representado. El problema que suscita la omisión en la letra de la *contemplatio domini* no debe encerrarse en el rigor de la literalidad y la abstracción del título, ya que las pruebas se podrán pronunciar sobre la situación cambiaria creada, dejando paso a la causalización del título y permitiendo la alegación de circunstancias extracambiarías o no literalizadas, rompiendo esa rigidez de la literalidad a través de razones de justicia y equidad. Por lo tanto, no se encuentra inconveniente en que, acudiendo a una *causalización inter partes*, a pesar de la ausencia de la *contemplatio domini*, sea posible demostrar a través de la relación causal que el firmante de la letra de cambio obra en virtud de representación, en cuyo caso el obligado cambiario es el representado⁽⁹⁾.

La teoría causalista se reconoce partidaria, en los casos en los que la letra no haya salido al tráfico de terceras personas, de entrar en el estudio del negocio causal que origina el libramiento de la letra de cambio para determinar la necesidad o no de estampar en la antefirma la cualidad de representante en la que el aceptante actúa. Esta doctrina es mantenida también por el Tribunal Supremo, al considerar que la omisión formal de la *contemplatio domini* —que no puede equipararse a la falta de los requisitos establecidos en el art. 1 de la LCCh por cuanto no desnaturaliza el documento— no tiene tal alcance liberatorio de la sociedad librada cuando no se trata de proteger a un tercero sino que la reclamación se produce entre los propios interesados, conocedores de la relación causal que lleva a esa aceptación y de las condiciones en que la misma se efectúa [en el supuesto analizado en la STS de 5 de abril de 2010 (*JUR* 2010, 174023), el tenedor de la letra de cambio que la presenta al cobro y ejercita la acción cambiaria es el propio librador, pues la letra no ha entrado en circulación respecto de terceros. El crédito corresponde a la actividad empresarial, y ha sido desglosado en dos partes, la primera de las cuales había sido abonada en nombre de la sociedad. La cuenta de cargo del crédito impagado es la de la sociedad y la reclamación se efectúa hallándose ésta en situación de insolvencia. Así pues, el Tribunal Supremo estima el recurso de casación y exime al administrador del pago de la letra, por considerar que la teoría del carácter abstracto de la cambial decae cuando se evidencia en la realidad extracambiaria la existencia de una relación causal que, como en este caso, desvirtúa totalmente la obligación personal del firmante].

(9) Esta tesis causalista es admitida por la doctrina más autorizada: VELASCO SAN PEDRO, L., *La representación en la letra de cambio*, *op. cit.*, p. 58; MUÑOZ MARTÍN, N., “Representación cambiaria y falta de *contemplatio domini*. Comentario a la Sentencia de la Audiencia Provincial de Palma de Mallorca de 13 de abril de 1991”, *op. cit.*, p. 204.

De la doctrina y de la jurisprudencia se desprende que la trascendencia de la existencia de la representación tiene su reflejo en las excepciones oponibles. Si el motivo de que se exija la *contemplatio domini* es que las personas afectadas por la suscripción conozcan esta circunstancia, *inter partes* debe estimarse suficiente una indicación extradocumental de la misma, de conformidad con los principios generales de la representación. Y esta teoría debe mantenerse tanto a efectos activos de exigencia del cumplimiento de la obligación cambiaria al representado como pasivos de denegación de dicho cumplimiento por el representante. Aplicando al caso los principios generales sobre carga de la prueba que se deducen del art. 1214 del Código Civil, la existencia extradocumental de la *contemplatio domini* deberá acreditarse por el tenedor en el caso de que se dirija contra el representado, y por el representante, cuando se actúe directamente contra él y pretenda denegar el cumplimiento de la obligación.

Y así, frente al carácter causal del negocio extracambiario que da origen a la letra de cambio, nos encontramos con el carácter abstracto y formal de la letra misma, es decir, del negocio cambiario y, por ende, con dos teorías enfrentadas al respecto: la que podríamos denominar formalista o literal, que propugna la existencia en todo caso de la estampación de la antefirma; y, por otro lado, con la doctrina denominada causalista, que propugna en las relaciones inmediatas no atender exclusivamente a la literalidad del documento. En este sentido, debe otorgarse validez a la suplencia extracambiaria de la *contemplatio domini* documental, de forma que el representado quede vinculado cambiariamente frente a la persona con quien directamente contrató su representante⁽¹⁰⁾.

Esta teoría causalista y eminentemente antiformalista se ha reforzado como consecuencia de la aplicación de la teoría del factor notorio, que tiene su fundamento en lo dispuesto en el art. 286 del Código de Comercio. Este precepto señala que “Los contratos celebrados por el factor, cuando notoriamente pertenezca a una empresa o sociedad conocidas, se entenderán hechos por cuenta del propietario de dicha empresa o sociedad, aun cuando el factor no lo haya expresado al tiempo de celebrarlos (...), siempre que estos contratos recaigan sobre objetos comprendidos en el giro o tráfico del establecimiento, o si aun siendo de otra naturaleza, resultare que el factor obró con orden de su comitente, o que éste aprobó su gestión en términos expresos o por hechos positivos”. La doctrina jurisprudencial [entre otras, STS de 7 de mayo de 1993 (*RJ* 1993, 3462), y SAP de Sevilla de 15 de enero de 1992 (*AC* 1992, 133)], admite la figura del factor por notoriedad, a quien se le reputa dotado de un poder general, pero estrictamente referido en el aspecto objetivo a las operaciones relativas al giro o tráfico del establecimiento, que es donde opera la defensa de los terceros de buena fe. En estos casos, la obligación cambiaria del representado se fundamenta en la apariencia que la actuación del firmante genera para los terceros, atendiendo a la calificación de dicho firmante como un factor notorio.

⁽¹⁰⁾ Así se expresa VELASCO SAN PEDRO, L., *La representación en la letra de cambio*, op. cit., p. 58.

4. La identidad necesaria entre librado y aceptante no es una identidad formal, sino una identidad material

Cuando el tenedor es un tercero de buena fe y no es posible excepcionar el conocimiento por su parte de la actuación representativa del firmante de la aceptación, se suscita la cuestión de si las disposiciones legales que regulan la aceptación permiten atemperar la interpretación de que queda obligado personalmente el firmante del acepto que no hace constar el carácter representativo de su actuación. El art. 29.1 de la LCCh consagra la exigencia de que la aceptación vaya firmada por el librado. Así pues, cabe preguntarse si se puede considerar obligado cambiario a un sujeto, el firmante de la aceptación, que no coincide con la persona del librado.

Sobre este punto, ni la doctrina ni la jurisprudencia mantienen posiciones unánimes. En este sentido, es pacífico admitir que el art. 9 de la LCCh no debe ser interpretado de manera aislada sino en armonía con el resto de preceptos de esta Ley, y en concreto con el citado art. 29.1, que se refiere a la aceptación para exigir precisamente que esté firmada por el librado. El criterio que un sector de las Audiencias Provinciales mantiene sobre la interpretación del art. 9 de la LCCh en relación con el art. 29 de la misma Ley es que, si bien la Ley Cambiaria relaciona la aceptación con la persona del librado —como persona llamada a pagar el importe de la letra de cambio, que asume la obligación de pagarla en virtud precisamente de la aceptación (art. 33 de la LCCh)—, y a éste, designado necesariamente en el efecto, ha de solicitarse la declaración correspondiente, también cabe admitir que se preste por representante que carezca de poder del librado para ello o que, aun teniéndolo, no lo consigne de ninguna forma. En este último caso, la protección de la buena fe y la eficacia propia de las declaraciones cambiarias requieren que quien así acepte quede obligado al pago de la letra personalmente, como si hubiera sido girada a su cargo (entre otras muchas, la citada SAP de Álava de 19 de diciembre de 2005, que rechaza el argumento de que sólo la aceptación del librado es válida). Para este sector jurisprudencial, el principio de la protección de la apariencia cambiaria, así como las disposiciones legales aplicables, permiten considerar obligado cambiario a un sujeto que no coincide con la persona del librado, rechazando la excepción que aquél pudiera oponer alegando la discordancia entre su identidad y la de la persona del librado. Se rechaza rotundamente el argumento de que la aceptación sólo corresponde al librado y su consecuencia, esto es, que la aceptación firmada por el representante no le puede obligar personalmente, en la medida en que nunca puede producirse como aceptación propia, toda vez que el representante no puede aceptar un mandato de pago que no va dirigido a él, por lo que su actuación sólo tiene sentido contemplada desde la perspectiva de su función representativa, aun cuando no lo haya hecho constar así en la antefirma. Esta teoría niega la posibilidad del pago por tercero (art. 1158 del Código Civil) y obvia una interpretación sistemática de la ley, ya que del art. 9, párrafo segundo, de la LCCh se deduce que no resulta indispensable que tenga que ser el librado quien acepte el efecto, pudiendo hacerlo con eficacia cualquiera que tenga mandato o representación de aquél, pero también en este caso se requiere la referencia en la antefirma al poder acreditativo de tal condición. En definitiva, de acuerdo con la doctrina sostenida por la Audiencia Provincial de Álava y por resoluciones anteriores, la existencia de poder no significa necesariamente que

haya de utilizarse, y al no consignarse su empleo en el acto de la firma del acepto, se presenta el firmante con su propia personalidad, acompañada por ello de su responsabilidad individual.

Por el contrario, otros pronunciamientos judiciales parten de la necesidad de que exista una coincidencia material del librado con el aceptante de la letra de cambio en todos aquellos casos en los que se actúa por representación. Como pone de manifiesto la más autorizada doctrina⁽¹¹⁾, la identidad necesaria entre librado y aceptante no es una identidad formal, sino una identidad material, o identidad en el orden jurídico entre sujeto librado y sujeto aceptante, sustancial y comprobable mediante la oportuna prueba documental. Así pues, el firmante que omite la *contemplatio domini* no puede vincularse en tanto aceptante. Y si el tenedor reclamase el pago de la letra al representante que suscribe la aceptación sin expresar en la antefirma su cualidad sería oponible la excepción de nulidad de la aceptación, ya que tal declaración cambiaría suscrita por el representante de una sociedad que figura como librada en la letra nunca puede ser válida como aceptación propia, dado que la única aceptación posible y válida a la orden de pago que la letra entraña es la contraída por aquel a quien se dirige el orden de pago, es decir, la persona que figura en la letra de cambio como librada [SAP de Segovia de 20 de febrero de 1995 (AC 1995, 264)]. A mayor abundamiento, la representación es necesaria cuando de personas jurídicas se trata, al necesitar éstas de su representante para poder actuar. Por ello, la aceptación realizada por un representante de la sociedad se deduce siempre del título.

En aras de la unificación de la doctrina sobre la materia, el Tribunal Supremo, en su sentencia de 5 de abril de 2010 (*JUR* 2010, 174023), fija como doctrina que quien acepta una letra de cambio no se obliga personalmente, sino que obliga a la entidad o sociedad que aparece como librada si efectivamente ostenta poder o representación de ella. Tal y como pone de manifiesto: “Del art. 33 de la LCCh, en relación con los arts. 25 y 29 de la LCCh, se desprende que el único de los intervinientes en la letra de cambio que puede aceptarla es el librado”. Desde el momento de su libramiento, se encuentra perfectamente concretado e individualizado quién ha de ostentar la cualidad de librado o deudor, si la acepta, de la relación cambiaria. Habida cuenta que la aceptación es una manifestación de voluntad que única y exclusivamente puede efectuar el librado, el representante de una sociedad librada no puede, en su consideración meramente personal, aceptar un mandato que no va a él dirigido, por lo cual su actuación tiene sentido sólo si se encaja en su misión representativa. Según se infiere del art. 10 de la LCCh, la omisión del requisito de la antefirma no implica que el firmante quede obligado personalmente, efecto que solamente se produce en los supuestos en que carezca de poder para obrar en nombre del representado o se excediera del que tuviese.

De la doctrina del Tribunal Supremo se desprende que es erróneo estimar que la falta de antefirma produzca por sí sola una novación subjetiva de la persona del librado, y basar la responsabilidad del firmante en su condición de aceptante (condición

(11) PAZ-ARES, C., “Las excepciones cambiarias”, *op. cit.*, pp. 295-296; SÁNCHEZ CALERO, F., “Las excepciones cambiarias”, *op. cit.*, p. 45.

imposible al no haber sido designado como tal por el librador). Ahora bien, cabe plantearse la posibilidad de obligar cambiariamente a quien no hace constar su misión representativa, como aceptante por intervención o como avalista.

El Tribunal Supremo únicamente contempla la posibilidad de considerar al firmante que omite la *contemplatio domini* un aceptante por intervención⁽¹²⁾. Sin embargo, tal y como establece el Tribunal Supremo, la aceptación por intervención sólo se admite en situaciones de crisis cambiaría por haberse abierto la vía de regreso antes del vencimiento, y debe hacerse constar así con la finalidad de determinar cuál es la responsabilidad del aceptante interviniente. En efecto, el art. 71 de la LCCh consagra los requisitos que han de concurrir para afirmar este tipo de vinculación cambiaría. Por un lado, en el apartado primero, indica que la aceptación por intervención se produce cuando una persona mencionada en la letra se compromete, en caso de negativa del librado, a aceptarla por cuenta del librador, de cualquiera de los endosantes o de los avalistas. Con ello se pretende que el tenedor de la letra, ante la negativa del librado a aceptar el título, no esté en situación de ejercitar las acciones cambiarias que le corresponden frente a los obligados en vía de regreso. Por otro, el apartado segundo del precepto citado exige su constatación en la cambial. La Ley no se refiere a la fórmula a utilizar por el interviniente, por lo que será suficiente con la expresión “acepto por intervención”, “por intervención”, o cualquier otra equivalente de la que se deduzca la voluntad de aceptar por intervención (debemos tener en cuenta la disposición contenida en el art. 36.2 de la LCCh, relativa a la consideración como aval de la firma de cualquier sujeto que no sea el librado o el librador estampada en el anverso de la letra). Por consiguiente, la existencia de una firma en el espacio reservado para el acepto sin más indicaciones pone de manifiesto que quien la estampa actúa en condición de apoderado o representante de la entidad o sociedad que figura como librada en la letra de cambio, cuya mención es esencial según el art. 1.3 de la LCCh [entre otras, la SAP de Ourense de 9 de julio de 2002 (AC 2002, 954), al considerar que la aceptación por intervención no concurre cuando un sujeto declara expresamente su voluntad de aceptar la letra].

La teoría de que, de no responder como aceptante directamente, el firmante que omite la *contemplatio domini* puede responder como avalista tampoco es sostenible⁽¹³⁾. El representante no puede responder como avalista ya que firma como aceptante, con la fórmula “acepto” y, por tanto, no estamos en el supuesto del art. 36.2 de la LCCh, sino con una firma de aceptación. La designación de la sociedad librada en la casilla correspondiente despeja toda duda acerca de que quien firma la casilla del acepto no puede ser sino quien actúa en su representación, cuya existencia puede ser comprobada por el tenedor exigiendo la presentación del poder y, en consonancia con ello, sólo responderá personalmente en el caso de inexistencia de poder o representa-

(12) En la doctrina, MENÉNDEZ, A., “La aceptación de la letra de cambio”, *Derecho Cambiario. Estudios sobre la Ley Cambiaria y del Cheque*, Madrid, 1986, p. 534.

(13) En la doctrina, PAZ-ARES, C., “Las excepciones cambiarias”, *op. cit.*, p. 296; VELASCO SAN PEDRO, L., *La representación en la letra de cambio*, *op. cit.*, p. 70.

ción. Según el Tribunal Supremo, “la conclusión opuesta obligaría a entender que la falta de antifirma por parte del aceptante no solo obligaría personalmente a éste, sino que comportaría el efecto adyacente de liberar a la sociedad librada de los efectos de la aceptación, a pesar de haberse comprobado la existencia de poder o representación a favor de quien firma en el acepto” (*JUR* 2010, 174023, Fundamento de Derecho Tercero).

En definitiva, la vinculación cambiaria del firmante de la aceptación que omite la antifirma se puede llegar a establecer en virtud de divergentes teorías. La teoría mantenida por el Tribunal Supremo (*JUR* 2010, 174023) es que la constancia exigida en el art. 9 de la LCCh a quien firma en nombre de otro de expresar en la antifirma la representación no constituye un requisito de forma sino una simple mención documental cuya omisión no condiciona la validez de la actuación representativa, quedando obligado el librado salvo falta o exceso de poder. De esta forma, el tenedor de una letra en cuyo acepto consta una firma sin más referencia ha de reclamar su pago al librado pues tiene que entender que está aceptada por él o en su nombre, y a éste corresponde alegar la falta de poder o representación del firmante, a los efectos de lo previsto en el art. 10 de la LCCh. En conclusión, se presume *iuris tantum* la existencia de poder para emitir la aceptación y el librado ha de alegar que dicho firmante carece de autorización o de poder para la aceptación. De no ser así, hay que entender que el firmante acepta en nombre y representación del librado.

Por el contrario, favoreciendo al titular del crédito y no al representante cambiario, cabe entender que el firmante del acepto sin constar la *contemplatio domini* asume mediante la aceptación la deuda del librado, en virtud de que “quien ha dado lugar a una situación engañosa aunque hubiera sido sin el propósito de inducir a error, no puede hacer que su derecho prevalezca por encima del derecho de quien ha depositado su confianza en aquella apariencia” [entre otras muchas, SAP de Granada de 3 de noviembre de 1998 (*AC* 1998, 2272), SAP de Toledo de 30 de mayo de 2000 (*AC* 2000, 3816), SAP de Barcelona de 21 de marzo de 2002 (*JUR* 2002, 151983), SAP de Toledo de 23 de octubre de 2001 (*JUR* 2001, 332082), SAP de Navarra de 18 de septiembre de 2007 (*JUR* 2008, 185067)]. En virtud de esta doctrina jurisprudencial, cuando se acepta en nombre propio una letra de cambio (esto es, cuando no se expresa que se realiza por otra persona), que corresponde a otro, queda obligado el firmante de la cambial por aplicación del principio de asunción de deuda acumulativa o de refuerzo, figura muy próxima a la fianza solidaria y cuyo reconocimiento judicial tiene amplio espectro, según se desprende de las sentencias citadas.

Tal y como ha quedado constatado en este trabajo, ante la teoría de que la omisión de la formalidad de la *contemplatio domini* determina en todo caso la vinculación directa del firmante del documento cuando el ejecutante es un tercero de buena fe, si la contienda judicial se plantea *inter partes*, dicha apariencia puede quedar desvirtuada mediante la carga probatoria que incumbe al firmante. Ahora bien, según esta citada doctrina jurisprudencial la firma de un documento cambiario por quien ostenta la representación de una sociedad mercantil puede tener como causa la asunción personal de la deuda por el firmante con una finalidad de garantía, ante una situación de dudosa o deficiente solvencia de la entidad (no siendo aplicable al caso el art. 36.2 de la

LCCh, ya que la consideración *ex lege* como aval de la firma puesta en el anverso del documento prevé la salvedad de que no se trate de la firma del librado o del librador). La determinación de quién debe ser considerado obligado cambiario debe concretarse, una vez más, teniendo en cuenta la protección que de la apariencia creada se deriva. Para negar la legitimación pasiva no será suficiente alegar la condición de apoderado o representante del firmante, siendo necesario probar que al suscribir el efecto lo hizo exclusivamente en su pretendida calidad de representante, con el propósito de obligar a la sociedad, y no para garantizar personalmente el pago de la deuda subyacente a la emisión del título. Esta doctrina está en la línea mantenida por el Tribunal Supremo en Sentencia de 28 de octubre de 1988 (*RJ* 1988, 7747), al establecer que la responsabilidad del firmante nace de una situación objetiva de apariencia creada por el aceptante, cuya conducta omisiva —al no consignar que actúa en representación de una sociedad— no puede, en Derecho Cambiario, generar la desprotección del sujeto actuante.

Cierto es que en base a la presunción establecida en el párrafo segundo del art. 9 de la LCCh (“los administradores de Compañías están autorizados por el solo hecho de su nombramiento”) nada impide, cuando el sujeto que reclama el pago al firmante conoce la cualidad de representante de éste, que se destruya la apariencia de la declaración cambiaria, a la que no se puede atribuir un carácter absoluto como manifestación radical de la protección a ultranza del principio de seguridad jurídica. Ahora bien, dicha presunción no conlleva que necesariamente todo acto que realice el administrador obligue exclusivamente a la sociedad y resulte que no produzca ningún efecto personalmente respecto del propio administrador, no existiendo obstáculo alguno para que éste pueda actuar por sí y en nombre propio, obligando o no al mismo tiempo a la sociedad, no impidiendo la presunción del art. 9.2 citado que el administrador pueda asumir personalmente el pago de una letra de cambio. No puede recaer sobre el tenedor legítimo de la letra de cambio la omisión de la condición de representante o administrador por parte de quien acepta la letra sin salvar su responsabilidad “pudiendo perfectamente el administrador quedar personalmente al margen de la asunción personal de cualquier obligación mantenida, mediante la expresión en el acepto de suscripción de su condición de representante o administrador o apoderado de la sociedad, o consignando sello, estampilla o similar distintivo de la sociedad” [entre otras, SAP de Navarra de 18 de noviembre de 1993 (*AC* 1993, 2227) y de 14 de diciembre de 1994 (*AC* 1994, 2554)]. Cuando el aceptante de una letra de cambio no concreta la situación aceptada, pudiéndola concretar, genera una inseguridad de la que no se puede beneficiar, de manera tal que si la aceptación se produce en nombre propio y no por cuenta de ningún otro el aceptante a título personal debe responder del pago de la letra de cambio. Y para destruir esta apariencia, en todo caso, será el ejecutado sobre el que recae la carga probatoria quien haya de acreditar que, aun faltando la formalidad de la *contemplatio domini*, se ha querido obligar al representado, pues no se puede olvidar que la firma por un representante de una sociedad mercantil de un efecto cambiario puede tener como causa la asunción personal de la deuda por el firmante a modo de garantía, siendo práctica frecuente la exigencia de tal garantía a las personas que forman el sustrato de tal sociedad en los supuestos de dudosa o deficiente solvencia de aquélla [SAP de Jaén de 20 de junio de 2001 (*JUR* 2001, 229321), SAP de Toledo de

17 de noviembre de 2004 (*JUR* 2004, 312183), SAP de Islas Baleares de 15 de septiembre de 2005 (*JUR* 2005, 234681)].

La postura reciente del Tribunal Supremo (*JUR* 2010, 174023), alejándose del criterio mayoritario en la jurisprudencia menor es, en el caso de la aceptación, la de salvar la omisión de la expresión del carácter representativo del firmante de la declaración cuando en la propia letra existen elementos suficientes para deducir que su actuación no es en nombre propio, sino en nombre de otro (el representado) de quien es apoderado, por lo que la obligada viene a ser la entidad representada. Si bien la expresión en la antefirma de que se actúa por poder constituye un requisito formal necesario frente a los tenedores de la letra de cambio no puede interpretarse rigurosamente en el caso de la aceptación, ya que quien pone su firma en el acepto ocupa el lugar que corresponde a la sociedad librada, por lo que los tenedores de la cambial no pueden desconocer una representación que deriva de las menciones del título cambiario y de la necesidad de las personas jurídicas de actuar por medio de representantes. Como se establece en la jurisprudencia menor (entre otras muchas, SAP de Madrid de 4 de diciembre de 2009, SAP de Málaga de 17 de febrero de 2009) “lo que no está en la letra no está en el mundo” y, por ende, el representante que no expresa su carácter queda obligado personalmente. Ahora bien, por prolongación de este razonamiento, también cabe establecer que lo que está en la letra debe vincular a los sujetos de la relación cambiaria. Por tanto, y conforme a la tesis mantenida por el Tribunal Supremo, si existe una sociedad mercantil librada, y quien suscribe el acepto es su administrador o apoderado, considerar que, por la suscripción de la cambial sin expresar en la antefirma que se actúa por poder, el firmante es responsable personal o asume la deuda de la entidad librada supone quebrantar la literalidad de la letra de cambio. Se parte del criterio del párrafo primero del art. 29 de la LCCh que supedita y hace depender la validez de la aceptación de la identidad entre librado y aceptante. Ya que esa identidad no es una identidad formal, sino una identidad material, la firma nunca puede valer como aceptación que vincule personalmente al que la ha puesto sin ser el librado. Si la sociedad librada está designada en la casilla correspondiente, dicha sociedad librada, en términos sustanciales o materiales, coincide con el aceptante. Coincidencia que se produce en virtud del mecanismo de la representación, pues quien acepta la letra no puede ser sino quien actúa en representación de la sociedad librada y en su actuación representativa no falta la *contemplatio domini*, lo que sucede es que no se expresa en la letra de cambio. Así pues, se rechaza la procedencia de la acción cambiaria contra la persona física que pone su firma en el acepto sin expresar de manera clara y categórica su actuación representativa, y se defiende la prosperabilidad de la acción cambiaria contra la persona jurídica que figura como librado, siempre y cuando la declaración cambiaria haya sido emitida por su administrador o apoderado, pese al incumplimiento de la *contemplatio domini* en el título-valor (es decir, siempre y cuando no se esté en el supuesto contemplado por el art. 10 de la LCCh).

IV. OMISIÓN DE ANTEFIRMA POR PARTE DEL FIRMANTE DE UN PAGARÉ

Ante las distintas posiciones seguidas por las Audiencias Provinciales, el Tribunal Supremo ha establecido que la omisión, por parte de quien firma el acepto de una letra de cambio, de antefirma o de otra referencia al hecho de actuar por poder o por representación o como administrador de la entidad o sociedad que figura como librada en la letra no libera a ésta de responsabilidad como aceptante, excepto cuando el firmante del acepto carece de dicho poder o representación. Y, a su vez, ha concluido que quien acepta la letra de cambio en tales condiciones no se obliga personalmente, sino que obliga a la entidad o sociedad que aparece como librado si efectivamente ostenta poder o representación de ella. Ahora bien, cabe plantearse la cuestión de si esta doctrina jurisprudencial puede aplicarse al caso en que el título-valor es un pagaré y su firmante no expresa en la antefirma que lo hace en representación de otra persona. De nuevo, se trata de precisar la trascendencia o relevancia jurídica que debe dársele a lo dispuesto en las últimas palabras del primer párrafo del art. 9 de la LCCh —“expresándolo claramente en la antefirma”—.

En lo que atañe al pagaré, la LCCh recoge su régimen en los arts. 94 a 97. La escasez de preceptos se debe a que son aplicables al pagaré buena parte de los arts. que disciplinan la letra de cambio. Así, el art. 96 de la LCCh establece que serán aplicables al pagaré, mientras no sean incompatibles con la naturaleza de este título, entre otras, las disposiciones relativas a las consecuencias de la firma puesta en las condiciones mencionadas en los arts. 8 y 9, y a las consecuencias de la firma de una persona que actúe sin poderes o rebasando sus poderes (art. 10 de la LCCh). Asimismo, el art. 97 de la LCCh establece que “El firmante de un pagaré queda obligado de igual manera que el aceptante de una letra de cambio”. De estos preceptos se desprende que el pagaré es un título formal, pero también lo es la letra de cambio. Son títulos exquisitamente formales, en los cuales reviste una enorme importancia la acreditación de la personalidad de quienes estampan su firma, mayor aún si cabe cuando las personas que firman no lo hacen en nombre propio, sino en calidad de representantes, apoderados o administradores de sociedades mercantiles. El rigor cambiario que, siguiendo las pautas de la legislación uniforme de Ginebra, está presente en la Ley Cambiaria tiene como contrapartida la correcta identificación de las personas firmantes y, en su caso, de los poderes que tienen esas personas para vincular con su conducta a un tercero representado.

Sin embargo, debe reseñarse, a estos efectos, como premisa legal a tener en cuenta para resolver la cuestión suscitada que el pagaré, a diferencia de la letra de cambio, contiene una promesa pura y simple de pagar una suma de dinero a favor o a la orden de una persona determinada. Esto es, la persona que emite el pagaré, denominada firmante, es aquella que se compromete a pagar la cantidad expresada en el título en una fecha determinada, quedando obligado dicho firmante, conforme a los preceptos de la LCCh, de igual manera que el aceptante de una letra de cambio. En consecuencia, por el solo hecho de firmar el pagaré se obliga a pagarlo a su vencimiento, actuando al mismo tiempo como librador y librado, en la terminología de la letra de cambio, y por ello asume la obligación cambiaria principal en virtud de la mera firma del efecto,

respondiendo de forma directa y sin necesidad de aceptación⁽¹⁴⁾. Además, en el pagaré no tiene que figurar el nombre y apellidos o la denominación social del firmante (al firmante del pagaré se refiere el art. 94 de la LCCh al decir que el pagaré deberá contener, en séptimo lugar, “la firma del que emite el título, denominado firmante”). En la letra de cambio, al contrario, tiene que figurar el nombre y apellidos o denominación social del librado, así como su firma en el acepto (exigiéndose una identidad material entre librado y aceptante).

Este efecto característico del pagaré ha llevado al Tribunal Supremo a descartar la aplicación de su doctrina al caso en que la ausencia de indicación de poder o de representación se produce cuando resulta imposible deducir de las menciones del documento que el firmante ha actuado como representante o apoderado de una sociedad o entidad, dado que, aun ostentando esta condición respecto de una o varias, puede haber optado por obligarse en nombre propio, de tal suerte que estimar lo contrario comportaría un menoscabo de la seguridad del tráfico cambiario. Debe tenerse en cuenta que en el pagaré, a diferencia de la letra de cambio, no es requisito esencial expresar la identidad del firmante. Por eso, aquí no se plantea la discordancia propia de la letra de cambio girada contra una sociedad mercantil y aceptada por una persona sin hacer constar que actúa por cuenta de dicha sociedad librada. Esa discordancia puede hacer que el tenedor dude de si responde el librado o el firmante, aunque el Tribunal Supremo ha sentado la doctrina de que, aun omitiéndose toda referencia a la existencia de un poder, la condición en que actúa el aceptante resulta de manera inequívoca de las menciones que constan en la letra en relación con la sociedad librada. Esta doctrina aplicada al pagaré tiene como resultado que, a falta de discordancia entre sujeto cambiario y firmante, el responsable único personal es el firmante. El tenedor del pagaré no puede demandar al “supuesto representado” como obligado cambiario, dado que no aparece en el título. Si no se hace constar en el pagaré que se actúa en representación de otra, el firmante sin antefirma asume personalmente la deuda, al generar una expectativa de derecho en esa línea a favor del tenedor, a pesar del vínculo comercial entre éste y la sociedad mercantil de la cual es representante, apoderado o administrador el firmante.

A esta cuestión se ha dado respuesta en la STS de 9 de junio de 2010 (*JUR* 2010, 326832), donde se concluye que el firmante, aun cuando sea representante de la sociedad, que suscriba la declaración cambiaria sin hacer la formal declaración de actuar en tal concepto y la designación del representado, queda personalmente obligado como si la representación no existiera.

Esta posición del Tribunal Supremo no coincide con la postura defendida por algunas Audiencias Provinciales para las cuales, cuando se demuestra que el firmante es representante del deudor y no obligado personal, no puede responder como tal deudor y sí sólo la entidad representada. Así lo recoge la SAP de Madrid de 18 de junio de 2010 (*JUR* 2010, 312456):

(14) *Vid.* la SAP de Pontevedra de 22 de julio de 2010 (*JUR* 2010, 302506).

Así resulta en primer término de las mismas manifestaciones del Letrado de la actora en el acto del juicio oral en el que **reconoció que la suscripción de los pagarés se debía a relaciones comerciales entre la actora y ACO, S.L.** y que en la contabilidad de la demandante figura esta operación **como fallida de ACO, S.L.**; en segundo lugar de la documental obrante en autos de la que resulta que los pagarés objeto de reclamación se libraron contra cuenta corriente de ACO, y de las cartas de reclamación de su importe remitidas por la demandante o por su Letrado que se dirigen al demandado como representante de la repetida entidad; y por último de la misma prueba de interrogatorio del legal representante de la actora que reconoce que **fue con ACO con quien suscribió el contrato de obra, que para pago de la misma le entregaron entre otros estos pagarés**, que otros librados en las mismas condiciones fueron abonados y que siempre reclamó a ACO o a D. Samuel como representante de dicha entidad”. En esta misma línea la SAP de Badajoz de 26 de julio de 2010 (*JUR* 2010, 302250), que tras recordar que la falta de antefirma en el pagaré debe desembocar en la obligación personal de pago del firmante, conforme a la letra del art. 9 de la LCCh a que se remite su art. 96, afirma que no habrá de ser tal la consecuencia de la omisión cuando el ejecutante del pagaré hubiera participado netamente en el negocio causal en cuyo desarrollo se hubiere librado aquél, de manera que le conste que quien lo suscribía representaba, al hacerlo, a una sociedad, obligada verdadera a la satisfacción del importe correspondiente: “En el caso, se comprueba en grado satisfactorio que el pagaré es uno más de una serie de facturas, por prestación de servicios, a cargo de ‘Fibra de Extremadura, S.L.’, por los importes exactos respectivamente facturados, y que la demandante supo en todo momento que este pagaré ahora reclamado en vía judicial, al igual que otros precedentes, por similar concepto negocial, era de cargo de la referida sociedad, titular de la cuenta bancaria indicada en el pagaré (por cierto, dato no equivalente a la domiciliación en las señas de un tercero, a que se refiere el art. 5 de la LCCh), y de la cual los dos demandados en el actual litigio eran administradores o mandatarios. De lo actuado se desprende, también, que la empresa actora comunicó en su momento a la administración concursal de la entidad deudora su crédito contra ésta, con inclusión del pagaré adeudado y reclamado en el actual juicio cambiario contra los aquí apelantes”.

Estas consecuencias jurídicas reseñadas parten de una distinción fundamental en función de la persona contra la que el tenedor del pagaré dirija la acción cambiaria:

A) Si la acción cambiaria se dirige contra el representante que ha puesto la firma, en este caso hay que distinguir si el tenedor que ejercita la acción es parte o tercero. Si es parte (el pagaré le fue entregado por el representante), el representante puede negarse al pago aduciendo que él no se obligó, que él firmó en nombre ajeno. Para que prospere su excepción naturalmente habrá de probar que, cuando firmó el pagaré y se lo entregó al tomador que ahora le reclama, no le faltó a su actuación representativa la *contemplatio domini*. Es decir, que de manera concluyente hizo saber a la contraparte que suscribía el pagaré en nombre ajeno [lo que se deducirá normalmente de las relaciones subyacentes que tienen lugar entre tenedor y representado y no entre tenedor y representante, véanse, entre otras, SAP Madrid de 8 de julio de 2008 (*JUR* 2008, 292156) y SAP de Badajoz de 27 de mayo de 2003 (*JUR* 2004, 30798)].

En esta línea también la citada SAP de Pontevedra de 22 de julio de 2010 (*JUR* 2010, 302506): “si el firmante alega que, pese a la omisión de antefirma, actuaba por otro a quien representaba, deberá quedar plenamente acreditado —carga probatoria que es de su exclusiva incumbencia— que tal circunstancia era patente para el tomador del documento y en ese acuerdo, o por lo menos, en ese entendimiento se firmaba el pagaré y se tomaba el efecto”. Si es tercero de buena fe, el representante deberá pagar al tenedor sin que de ello le pueda librar su condición de apoderado, representante o administrador. De interés la SAP de Ciudad Real de 24 de junio de 2010 (*JUR* 2010, 312235), que desestima la oposición a la ejecución de un pagaré porque el ejecutante era un tercero endosatario y no la empresa a la que se había entregado el pagaré en el marco de unas pretendidas relaciones con el deudor del pagaré. Igualmente, la citada SAP de Pontevedra de 22 de julio de 2010 (*JUR* 2010, 302506): “El representante que suscribe un pagaré sin indicar su condición suscita en el tercero la apariencia de que él se ha obligado personalmente y por ende ha de asumir las consecuencias de la omisión de una *contemplatio domini* que pudiendo y debiendo incorporar al título, no lo hizo. Dicho de otro modo, mientras no haya razones para invertir las consecuencias de la apariencia, la omisión de indicación debe perjudicar al firmante, no al tomador si no podemos aseverar con toda certeza que conocía y asumía la *contemplatio domini* oculta u omitida”. De interés, en este sentido, es la SAP de Cáceres de 19 de julio de 2010 (*JUR* 2010, 296083), en la que se hace un minucioso análisis de las pruebas para decidir si la firma sin antefirma por un empleado podía considerarse realizada en nombre de la sociedad o por cuenta propia.

B) Si la acción cambiaria se dirige contra el representado, resulta indiferente que el tenedor que ejercite la acción sea parte o tercero, debiendo responder cambiariamente el representado, siempre y cuando, claro está, el tenedor logre probar que el representante gozaba de poder y que suscribió el título en nombre del representado [véanse, entre otras, la SAP de Badajoz de 25 de enero de 2007 (*JUR* 2007, 88699), la SAP de Madrid de 12 de abril de 2005 (*JUR* 2005, 106363), la SAP de Salamanca de 18 de mayo de 2009 (*JUR* 2009, 268699) y la SAP de Valencia de 27 de junio de 2002 (*JUR* 2002, 232775), de interés esta última al señalar que “no es posible imponer en todos los casos en que no se haga constar la antefirma, la responsabilidad personal del firmante del documento, cuando de la prueba practicada en las actuaciones cabe concluir con contundencia que la expresión de la firma no lo fue a título personal sino en representación de la sociedad demandada”].

Frente a la línea flexibilizadora de las formalidades exigidas por el art. 9 de la LCCh en relación con la *contemplatio domini*, seguida por algunas Audiencias Provinciales, cuando las partes implicadas en la relación cambiaria lo sean también de la relación subyacente que actúa como causa de la misma y tengan perfecto conocimiento de la relación representativa en la emisión de la declaración cambiaria, el Tribunal Supremo [Sentencia de 9 de junio de 2010 (*JUR* 2010, 326832)] se hace eco del criterio más formalista. Fija la doctrina de que el firmante de un pagaré queda obligado en nombre propio si no hace constar el poder o representación con que actúa o, al menos, la estampilla de la sociedad mercantil en cuya representación actúa, dado que resulta imposible deducir de las menciones del pagaré que actúa como representante o

apoderado de una sociedad o entidad aunque ostente esta condición. En apoyo de esta conclusión se destaca la diferencia sustancial existente entre letra de cambio y pagaré, pues en éste no existe la persona del librado y por consiguiente no se dan los supuestos de discordancia entre librado y aceptante que dan lugar al planteamiento de la cuestión indicada en las letras de cambio, de suerte que ante la carencia de antefirma en el pagaré, no consta en el documento dato alguno que permita colegir que la firma haya sido estampada en nombre de otro. La expedición de un pagaré sin hacer constar que se actúa por poder o representación supone una asunción de deuda por parte de quien lo emite, de forma que debe perjudicar a quien lo emite; de no aceptarse esta solución, y hubiera de demandarse a la sociedad, ésta siempre podría alegar que no ha firmado el efecto, con el consiguiente perjuicio para el tenedor, poseedor de un título-valor eminentemente formal que incorpora la promesa pura y simple de pagar una cantidad de dinero a favor o a la orden de persona determinada, con arreglo a los arts. 94 y 95 de la LCCh. En el pagaré, más que en la letra de cambio, juega de forma esencial el principio de la apariencia y el de la confianza, originándose un supuesto de responsabilidad nacida de una situación objetiva de apariencia, creada voluntariamente por el emisor del pagaré, cuya conducta omisiva, al no hacer constar por antefirma su actuación en representación, no puede beneficiarle.

Como señalan el Tribunal Supremo [Sentencia de 9 de junio de 2010 (*JUR* 2010, 326832)] y algunas Audiencias Provinciales⁽¹⁵⁾, en principio, cuando la acción cambiaria se dirige contra el firmante del pagaré, es necesario para que la actuación del representante resulte plenamente válida y produzca el efecto de obligar al representado, de conformidad con el art. 9 de la LCCh, no sólo que se halle el firmante debidamente autorizado por la sociedad en cuya representación opera, sino que además lo exprese claramente en la antefirma, es decir, que se haga mención explícita a la *contemplatio domini*, de forma que si el representante suscribe el título cambiario sin antefirma queda obligado personalmente, aun cuando el mandato exista realmente, sin perjuicio de las relaciones extracambiarias entre ambos. Ahora bien, el Tribunal Supremo ha interpretado este mandato de manera flexible, declarando que su omisión no impide la responsabilidad del representado cuando la condición en que actúa el representante resulta de manera inequívoca de las menciones que constan en el título cambiario, en particular cuando se firma el acepto de una letra de cambio sin hacer referencia al hecho de actuar por representación o como administrador de la entidad o sociedad que figura como librada en la letra. En el pagaré no es posible deducir de sus menciones que el firmante actúa como representante o apoderado de una sociedad o entidad, al no haber declaración cambiaria de aceptación y, además, la apariencia creada por el representante que suscribe el título sin indicar su condición [la apariencia de haber optado por obligarse en nombre propio; sobre la idea de que la firma sin antefirma supone mayor garantía o asunción de deuda, véase la SAP de Madrid de 10

(15) Véanse, entre otras, las SSAP de Murcia de 19 de enero de 2010 (*JUR* 2010, 105954) y de 14 de junio de 2010 (*JUR* 2010, 267149), la SAP de Málaga de 11 de febrero de 2010 (*JUR* 2010, 198200), la SAP de Toledo de 28 de abril de 2010 (*JUR* 2010, 216210), la SAP de Castellón de 16 de octubre de 2009 (*AC* 2009, 2285) y la SAP de Cantabria de 6 de mayo de 2008 (*JUR* 2008, 331555).

de febrero de 2010 (*JUR* 2010, 198252)] provoca la consecuencia de quedar él mismo obligado personalmente frente al tenedor del título.

V. CONCLUSIONES

1. Ciertamente la doctrina jurisprudencial sobre las consecuencias de no expresar en la antefirma la representación en que se actúa es controvertida. La cuestión viene regulada en el art. 9 de la LCCh (aplicable al pagaré por disposición del penúltimo párrafo del art. 96 de la misma Ley). En interpretación de dicho art., la doctrina jurisprudencial señala que la letra de cambio y también el pagaré, en cuanto documentos esencialmente formales, si no expresan en la antefirma la situación de representación de una manera indudable o, con otras palabras, si aun existiendo poder o facultad legal de representación el representante no expresa el carácter con que actúa, será él quien quede obligado personalmente frente al tenedor, sin perjuicio, claro está, de las reclamaciones patrimoniales entre representante y representado.

2. Ahora bien, un sector de la jurisprudencia viene admitiendo alguna excepción, cuando el título cambiario no ha circulado, es decir, cuando está poseído por aquel a quien, en primer lugar, se le hizo entrega, siendo perfectamente conocedoras las partes de la realidad de la relación jurídica subyacente, en cuyo caso se admite que pueda ser perfectamente acreditado, mediante pruebas externas al propio título, que esa ausencia de antefirma no responde a la pretensión de que el firmante quedara personalmente obligado, sino que actuaba como apoderado, representante o administrador de la entidad o sociedad mercantil representada. El Tribunal Supremo va más allá, ya que considera que la rigidez de las consecuencias del principio de literalidad ha de ser atemperada no solamente *inter partes*, sino también frente a terceros. No debe olvidarse que en las relaciones mercantiles es frecuente la asunción personal de la deuda ajena, lo que debe estimarse existe desde el momento en que el firmante deja de hacer constar en el efecto que actúa en representación de otra persona. La no expresión de la *contemplatio domini* supone frente a un tercero de buena fe una asunción de deuda por parte de quien firma. Se crea una apariencia y es verdad que hay que proteger a quien confía en esa apariencia, pero admite prueba en contrario. Eso es lo que ocurre cuando, aun omitiéndose toda referencia a la actuación representativa, la condición en que actúa el firmante resulta de manera inequívoca de las menciones que constan en el título. Cuando es el representante de la sociedad librada el que firma la letra de cambio y omite la antefirma, no se aplica el precepto de la LCCh que establece su responsabilidad personal, habida cuenta de que de la apariencia de la letra de cambio firmada en estas condiciones se deduce que el aceptante actúa como representante, apoderado o administrador, considerando que la omisión de la antefirma constituye una irregularidad que no impide la responsabilidad del librado-aceptante que actúa por representación. Ante la falta de identidad entre librado y aceptante, no es posible exigir responsabilidad a éste, pues cuando la LCCh establece la normativa aplicable a la aceptación de la letra de cambio refiere ésta siempre a la persona del librado, ya que para hablar de aceptación por persona distinta de la del librado es necesario acudir a la aceptación por intervención, único supuesto reconocido legalmente de discordancia

entre librado y aceptante. En conclusión, la falta de antefirma en el acepto de una letra de cambio en nada altera la persona del obligado cambiario, a no ser que concurra lo dispuesto en el art. 10 de la LCCh (como puede observarse, para la adecuada delimitación de la cuestión controvertida son ajenas a la misma las firmas puestas en la letra de cambio por el librador, el avalista o el endosante. Sólo se hace referencia a la firma puesta en el acepto).

3. Si en el documento no existen elementos suficientes para deducir que la actuación del firmante no es en nombre propio, sino en nombre de otro —la representada— entonces no cabe salvar la omisión de la misión representativa del firmante. Esto es lo que ocurre con el pagaré. Si el pagaré es una promesa de pago que obliga a quien lo emite, no constando antefirma ni que el firmante lo haga en nombre de una sociedad, si la literalidad del título no permite conocer que la promesa de pago venga hecha por una sociedad cuyo nombre no figura en el documento la consecuencia frente al tenedor es que el firmante se obliga en nombre propio, quedando obligado personalmente de igual manera que el aceptante de una letra de cambio. Tal y como concluye el Tribunal Supremo, el tratamiento no ha de ser el mismo según se trate de libramiento o de aceptación, pues, si de la aceptación se trata, no puede olvidarse que tal declaración cambiaria solo corresponde al librado, por lo que la aceptación firmada por representante sin expresar dicha condición no le puede obligar personalmente. Dada la diferencia sustancial existente entre letra de cambio y pagaré, al no existir en éste la persona del librado, la doctrina del Tribunal Supremo, aun en el supuesto de que el pagaré no haya circulado, es que si el firmante no expresa el poder o representación con que actúa o, al menos, la mención de la estampilla de la razón social en cuya representación actúa, queda obligado en nombre propio y debe responder personalmente en virtud del título, aunque ostente la condición de apoderado o administrador de una sociedad o varias.

NOTICIAS

1. PARTICIPACIONES EN ENTIDADES DE CRÉDITO: NUEVA CIRCULAR

La disciplina de las participaciones significativas en entidades de crédito concita un doble interés. El primero que la supervisión de estas entidades alcanza a la determinación de quiénes son los accionistas titulares de participaciones que se consideran relevantes por cuanto pueden llegar a tener influencia sobre la gestión de la sociedad. En segundo término, la atribución al Banco de España, en cuanto autoridad supervisora, de determinadas competencias en relación con el proceso de autorización de la adquisición de esas participaciones. El marco normativo español se remonta a la incorporación en la Ley 26/1988, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, de una serie de disposiciones que, inspiradas en el Derecho comunitario, establecen en los arts. 56 y siguientes los aspectos fundamentales del proceso de autorización administrativa de este tipo de participaciones (*vid.* RDBB 58, 1995, pp. 249 y ss. y RDBB 59, 1995, pp. 685 y ss.).

El pasado año, se produjo una modificación reglamentaria de esta disciplina mediante la inclusión del art. 18 bis en el Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronterizas y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito. En aquel Reglamento se contemplaba la encomienda al Banco de España de la elaboración de una lista con los datos concretos que debía contener la información que el adquiriente potencial de ese tipo de participaciones debía presentar ante el propio Banco de España.

Haciendo uso de esa habilitación, el Banco de España ha publicado la Circular 5/2010, de 28 de septiembre (BOE de 11 de octubre de 2010), que establece con detalle cuál debe ser el contenido de esa información. La Circular adopta un criterio de coordinación con otras iniciativas similares, que se producen en el ámbito europeo. La coordinación comienza por el hecho de que la información que se solicita en el anexo de la Circular está inspirada en los criterios acogidos en el Comité Europeo de Supervisores Bancarios. En segundo término, como señala el Preámbulo de la Circular, también se produce una acertada coordinación en el plano nacional, puesto que la Circular se ha elaborado en coordinación con la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. Es un acierto basado en el hecho de que de acuerdo con el Derecho europeo y con el Derecho nacional que ha incorporado aquel procedimiento, los criterios que rigen la evaluación de la obtención de participaciones adquisitivas en las entidades de crédito son básicamente los mismos que se pueden aplicar a las entidades aseguradoras o a las que actúan en el ámbito de los mercados de valores.

El mecanismo que se establece en la Circular es esencialmente el de la presentación de una documentación exigida con carácter inicial o previo a la adquisición de una participación significativa en una entidad de crédito. Por participación significati-

va se entiende aquélla igual o superior al 20, 30, o al 50% de los derechos de voto o de capital de la entidad, si bien también se ha establecido como concepto de participación significativa el criterio que atiende a la concesión del control.

La autorización debe obtenerse con carácter previo a la adquisición. Se incorpora un criterio de proporcionalidad en el sentido de que la información que se solicita cuando el adquirente es a su vez una entidad de crédito es mucho más reducida. Lógico si se tiene en cuenta que el potencial adquirente ya está sometido a la previa supervisión del Banco de España, que se encuentra por ello en mejor disposición de conocer y evaluar las características y capacidades del potencial comprador.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

2. LOS PRINCIPIOS DEL CONSEJO DE ESTABILIDAD FINANCIERA PARA REDUCIR LA DEPENDENCIA DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS EN LAS CALIFICACIONES DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA (AGENCIAS DE *RATING*)

1. Una de las causas de la crisis financiera internacional que se inició en el verano del año 2007 y que se prolonga, de forma dramática, hasta nuestros días, ha sido el excesivo protagonismo de las Agencias de Calificación Crediticia (en adelante, ACCs) (ver al respecto nuestra monografía TAPIA HERMIDA, A.J., *Las agencias de calificación crediticia. Agencias de Rating*, Ed. Thomson Aranzadi, 2010). En concreto, la utilización de las calificaciones crediticias con efectos regulatorios ha llevado a que los intermediarios financieros (bancos, empresas de inversión y compañías de seguros), los inversores institucionales (fondos de inversión y de pensiones) y los restantes operadores del mercado financiero hayan reducido su propia capacidad de análisis de los riesgos crediticios en los que incurren para depender, exclusivamente, de las calificaciones crediticias de aquellas Agencias. De tal manera que las modificaciones de dichas calificaciones tienen efectos procíclicos amplificados y causan fallos sistémicos. Desde el punto de vista jurídico, la dependencia de los operadores financieros en las calificaciones crediticias de las Agencias se ha traducido, en muchas ocasiones, en una especie de cesión de responsabilidad “en cadena” en virtud de la cual los intermediarios no responden frente a los inversores por los actos que realizan confiando en las calificaciones de las Agencias y éstas tampoco responden frente a los inversores porque sus calificaciones son meras opiniones de probabilidad de insolvencia. Lo que configura una situación manifiestamente patológica que daña profundamente los intereses de los inversores (en este sentido, puede verse nuestro estudio TAPIA HERMIDA, A.J., “La responsabilidad de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de ‘Rating’)”, en la *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 7, 2010, pp. 9 y ss.).

2. La situación descrita ha llevado a los supervisores financieros internacionales a considerar necesario reducir la dependencia de los operadores financieros en

calificaciones de las agencias de *rating*. En concreto, el Consejo de Estabilidad Financiera, auspiciado por el Banco Internacional de Pagos, remitió a la cumbre de Ministros de Finanzas y Gobernadores de Bancos Centrales del G20, celebrada en Corea los días 22 y 23 de octubre de 2010, un documento de “Principios para reducir la dependencia en las calificaciones de las agencias de *rating*” que hizo público el 27 de octubre de 2010. El propósito de estos Principios consiste en reducir la dependencia mecánica en las calificaciones crediticias de las ACCs e incentivar mejoras en la capacidad de evaluación de riesgos crediticios por parte de los propios operadores financieros. Dado que se trata de provocar cambios significativos en las prácticas actuales y ello exige actuaciones a medio plazo, el Consejo anima a las autoridades nacionales a adoptar políticas legislativas de reducción de aquella dependencia en sus leyes y regulaciones.

3. Los Principios tienen los siguientes destinatarios:

a) En primer lugar, las autoridades, a las que se dirigen para que reduzcan las referencias a las calificaciones crediticias de las ACCs que existan en leyes, reglamentos, criterios o cualesquiera otras previsiones normativas y las sustituyen por criterios alternativos de solvencia (Principio I).

b) En segundo lugar, los operadores de mercados financieros en general, a los que se dirigen para que hagan sus propias valoraciones de riesgos crediticios y no dependan exclusiva y mecánicamente de las calificaciones de las ACCs (Principio II). Además, se establece que los partícipes de los mercados y entidades de contrapartida central no deben utilizar los cambios en las calificaciones de las ACCs para obligar a modificar las transacciones financieras (Principio III.4), velando los supervisores por evitar la dependencia indebida de aquellas calificaciones [Principio III.4.a)].

c) En tercer lugar, los bancos centrales, a los que se dirigen para que establezcan sus propios juicios del riesgo crediticio que implican los instrumentos financieros y los acepten tanto para evaluar las operaciones de mercado como las garantías colaterales de aquellos instrumentos. En particular, las políticas de dichos bancos centrales deben evitar evaluaciones mecánicas que puedan conducir a cambios innecesariamente abruptos en la elegibilidad de determinados instrumentos financieros que exacerbén las consecuencias procíclicas de dichos cambios (Principio III.1).

d) En cuarto lugar, las entidades de crédito, a las que se dirigen, en general, para que incrementen su capacidad de realizar evaluaciones autónomas de los riesgos de insolvencia o de otro tipo de su propia cartera; añadiendo que esta exigencia puede ampararse en el Pilar 3 de Basilea II (Principio III.2). En particular, los Principios distinguen recomendaciones dirigidas a los bancos grandes y especializados, de los que se espera que puedan evaluar el riesgo crediticio de toda su cartera, tanto a efectos de inversión como de negociación [Principio III.2.a)]; de las que se dirigen a los bancos pequeños y no especializados, que en ningún caso deben depender mecánicamente de las calificaciones de las ACCs [Principio III.2.b)].

e) En quinto lugar, los inversores institucionales (incluyendo los fondos y sociedades de inversión, los fondos de pensiones, compañías de seguros, empresas de

inversión, etc.) y gestores de inversiones en general, a los que se dirigen para que dejen de depender mecánicamente de las calificaciones de las ACCs para valorar el riesgo crediticio de sus activos (Principio III.3). En particular, se dice que los gestores de inversiones deberán analizar los riesgos tomando en consideración no sólo las calificaciones de las ACCs, sino también la complejidad y las restantes características de las inversiones y publicar sus procedimientos de evaluación de riesgos [Principio III.3.a)]. Asimismo, se indica que los consejos de administración de los inversores institucionales son responsables de establecer procesos de evaluación internos de los riesgos crediticios y de otro tipo asociados a las inversiones [Principio III.3.b)]. Por último, se señala que las regulaciones de los inversores institucionales y gestores de inversiones en general deben evitar la utilización mecánica de las calificaciones de las ACCs [Principio III.3.c)].

f) En sexto lugar, los emisores de valores deben publicar una información completa y oportuna que permita a los inversores hacer sus propias evaluaciones independientes del riesgo crediticio de los valores emitidos (Principio III.5).

4. El documento que recoge los Principios acaba requiriendo a los reguladores para que consideren la adopción de iniciativas destinadas a traducir dichos Principios en actuaciones regulatorias específicas que reduzcan la dependencia en las calificaciones de las ACCs.

Alberto Javier Tapia Hermida

3. NUEVA LEY DEL MERCADO DE VALORES ADOPTADA EN VENEZUELA

El 12 de agosto de 2010 la Asamblea Nacional de la República Bolivariana de Venezuela sancionó la *Ley de Mercado de Valores*. Este instrumento legal fue promulgado por el Poder Ejecutivo Nacional el 17 de agosto del mismo año, habiéndose publicado el texto el mismo día en la Gaceta Oficial núm. 39.489. A partir de la última fecha quedó derogada la Ley de Mercado de Capitales de 2 de septiembre de 1998, a la cual se había referido el comentario del suscrito aparecido en el número 74 de la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil de Madrid*, octubre-diciembre de 1999.

Como es de público y universal conocimiento, Venezuela está experimentando un proceso calificado por sus protagonistas como *revolucionario*, con repercusiones políticas, económicas y sociales. Se habla de una transición del capitalismo al socialismo. En el contexto de tal transición es dable observar que se acude a la adaptación de leyes a la nueva orientación colectiva que se pretende implantar en la economía, con preeminencia de formas de la propiedad social o colectiva sobre la propiedad privada y con el uso de un lenguaje de tinte marxista.

Esta orientación de la legislación no ocurre de manera totalmente pacífica. En 2007 fue rechazada en referéndum una reforma constitucional que incorporaba ele-

mentos que ahora son empleados legislativamente por la Asamblea Nacional, bajo protesta de los adversarios. La posibilidad de que tales leyes sean declaradas inconstitucionales es remota, pues el Poder Judicial no solamente está controlado por el partido gobernante, sino que sus representantes más conspicuos declaran que la autonomía de los poderes no es conveniente. En todo caso, en la nueva *Ley de Mercado de Valores* venezolana no aparecen instituciones, instrumentos o mecanismos distintos a los de la economía de mercado. Tan solo se incorporan referencias a figuras en proceso de elaboración, como son las empresas de propiedad social o colectiva (a las cuales, por regla general, se prohíbe acceder al mercado, último aparte, art. 2); se anuncia el desarrollo de disposiciones especiales para el financiamiento, mediante procesos de oferta pública, de las comunidades organizadas, empresas de propiedad social o colectiva (parágrafo segundo, art. 8); se estimula la contraloría social, la participación ciudadana y la protección de los inversionistas, mediante la creación de consejos de inversores y el estímulo de los arbitrajes para la solución de conflictos (arts. 36 a 39). Nada de esto es incompatible con el funcionamiento de un mercado de capitales eficiente, como no lo es tampoco el que se exijan provisiones de capital que resguarden el ahorro de los inversionistas en función del riesgo implícito en las operaciones con títulos valores (numeral 17, art. 8); ni que se procure la protección de las personas que han realizado inversiones en el mercado (fin expreso e implícito en varias disposiciones). Una declaratoria sobre límites en la disminución de derechos accionarios, como la que está mencionada en el parágrafo cuarto del art. 16; una racional limitación de la forma y composición societaria de las sociedades que hagan oferta pública (último aparte, art. 17); o el ejercicio de una potestad de la Superintendencia Nacional de Valores sobre las asambleas de accionistas de las sociedades cuyas acciones sean objeto de oferta pública (art. 41), por medio de normas de aplicación general, para fijar los criterios para la conformación de la junta administradora, la representación de los accionistas, la participación de los accionistas y la elección y funciones de las autoridades sociales, son manifestaciones que corresponden a la natural prevalencia del orden público sobre los intereses privados.

La *Ley de Mercado de Valores* ha llamado la atención por muchas otras razones:

1. *Objeto de la oferta pública.* La Ley del Mercado de Capitales de 1975, primera ley sobre la materia que se dictó en Venezuela, regulaba “la oferta pública de acciones y de otros títulos valores de mediano y largo plazo”, excepto los títulos de deuda pública y los títulos de crédito emitidos conforme a la Ley de Banco Central, la Ley General de Bancos y la Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo (artículo 1). A continuación, se precisaba que se entendería por títulos valores a los efectos de esa ley, las acciones de sociedades, las obligaciones y los demás títulos emitidos en masa que poseyeran iguales características y otorgaran los mismos derechos dentro de su clase (art. 19). La misma ley agregaba la posibilidad de regulación de otros títulos y otros derechos, a juicio del órgano de control del mercado (art. 25 y aparte único, art. 19), confiriendo al órgano de supervisión facultades discrecionales para completar el ámbito abarcado por el régimen legal del mercado. La justificación implícita de esta extensión radicaba en el hecho de que los esquemas de ofrecimiento público de otros

títulos y de otros derechos tenían las mismas consecuencias que el ofrecimiento de títulos valores de mediano y largo plazo: la captación directa del ahorro del público.

La Ley de Mercado de Capitales de 1998, tal como fue comentado en su oportunidad en la nota del número 74 de la RDBB de 1999, precisaba como objeto de regulación “la oferta pública de valores, cualesquiera que éstos sean” (art. 1), utilizando el legislador un vocablo de excesiva generalidad (valores), el cual luego es reducido al significado de acciones de sociedades y obligaciones y simultáneamente ampliado al de “demás valores emitidos en masa que posean iguales características y otorguen los mismos derechos dentro de su clase” (art. 22). La Ley atribuía al órgano de supervisión del mercado la posibilidad de regular otros valores (aparte único, art. 22) y de dictar las normas para la emisión o negociación de cualesquiera otros valores o derechos susceptibles de oferta pública. Incidentalmente, además, la ley hacía referencia a la negociación de productos estandarizados de naturaleza agrícola, financiera, mercaderías o bienes inmuebles (núm. 21, art. 9) y mencionaba los futuros, las opciones, otros derivados (núm. 22, art. 9) y los derechos de participación (art. 52).

El cambio introducido por la Ley de Mercado de Capitales de 1998, al sustituir la tradicional expresión de títulos valores por la de valores, fue estimado por nosotros como no afortunado:

a) en primer lugar, porque al definir lo que se entiende por valores, se concluye dando la misma definición que antes se daba de títulos valores (art. 19 de la Ley 1975 y art. 2 de la Ley de 1998). Se estaba en presencia de un cambio de palabras, no de un cambio conceptual;

b) en segundo lugar, porque el objeto de regulación del mercado de capitales no son los valores en sentido genérico, sino los valores negociables, característica esencial que sí cumple la expresión de títulos valores;

c) en tercer lugar, porque si se deseaba utilizar una expresión que incluyera la categoría de los títulos valores y los restantes esquemas de captación directa del ahorro del público, tal expresión no existe. Así ha quedado demostrado por la definición de “*Securities*” en la *Securities Act* de 1933, por la de “valores negociables” del derecho español (art. 2 del Real Decreto 291/1992) y por la de “instrumento financiero” del derecho italiano utilizado en el Decreto legislativo 415 del 23 de julio de 1996, las cuales, después de una enumeración extensa de categorías, concluyen con una cláusula de cierre que permite equiparar por analogía otras situaciones a las específicamente reguladas.

La nueva Ley de Mercado de Valores de 2010 utiliza indistintamente las expresiones *títulos valores* y *valores*. Así se puede observar que si bien el art. 17 define la oferta pública de *valores*, el art. 1, al precisar que la ley regula el mercado de valores, agrega que éste está integrado por las personas naturales y jurídicas que participan de forma directa o indirecta en los procesos de emisión, custodia, inversión e intermediación de *títulos valores*. La desaparición de la diferenciación entre valores y títulos valores ha de ser considerada positiva.

2. *Brevidad del texto.* La ley se compone de 56 artículos, una disposición transitoria, una disposición derogatoria y una disposición final. La ley derogada tenía

156 artículos. La brevedad no se debe a un esfuerzo de síntesis sino a la eliminación de reglas concernientes a las bolsas de valores; a la supresión de las diversas categorías de intermediarios (los corredores públicos de valores, las casas de bolsa, las sociedades de corretaje de valores, es decir, tanto las personas naturales como jurídicas que realicen actividades de intermediación con valores o de captación de fondos o valores destinados a la inversión, se denominarán de ahora en adelante operadores de valores autorizados, art. 20); al abandono de la regulación de un aspecto de la oferta pública de adquisición (OPA) y a otras materias, como la desaparición de las normas sobre la emisión de obligaciones y de papeles comerciales. Esto último es inexplicable, dadas las carencias de la legislación mercantil sobre el particular.

3. *Carácter del órgano regulador del mercado.* En lugar del órgano colegiado que era la Comisión Nacional de Valores, se ha establecido un organismo unipersonal llamado Superintendencia Nacional de Valores. Se puede dudar de la conveniencia de este cambio que se aparta de una tradición iniciada en los Estados Unidos de América; seguida prácticamente en el mundo entero por su conveniencia y por los atributos de equilibrio, de visión multifactorial y de conciliación de intereses que proporciona la colegialidad.

4. *Separación neta entre el mercado de valores privados y el mercado de deuda pública (bolsa privada vs. bolsa pública).* La Ley no se aplica a la emisión de deuda pública ni a la emisión de títulos por parte del Banco Central de Venezuela o de la banca nacional. Esto ya era así, pero ahora se agrega una prohibición según la cual los operadores de valores autorizados no podrán ejercer funciones de correduría de títulos de deuda pública nacional ni podrán tener en su cartera tal categoría de títulos (encabezamiento y primer aparte, art. 2). Además, en el art. 27, numeral 4, se prohíbe a los operadores de valores autorizados realizar operaciones de intermediación a las que se refiere la ley que regula el sector bancario, ni las operaciones contempladas en la ley que regula el sector asegurador. Por último, los operadores de valores autorizados y los corredores públicos de valores dispondrán de ciento ochenta días, a partir de la entrada en vigor de la ley, para desincorporar de su cartera de inversiones los títulos de deuda pública nacional (disposición transitoria única). Estas normas parecen corresponder a una reacción extrema del legislador ante una supuesta especulación cambiaria reciente a cargo de los intermediarios que tuvo como base títulos de deuda pública. Los intermediarios del mercado siempre han sido tradicionales inversionistas y distribuidores de los títulos de deuda pública en el mundo entero. En Venezuela, aún antes de que existiera la bolsa de valores.

La separación entre el mercado privado y el mercado público llega hasta el establecimiento de dos tipos de bolsa, la bolsa privada y la bolsa pública (institución de nueva creación). Esta última será establecida por la República y estará exceptuada de la prohibición de que en ella se negocien títulos de deuda pública (art. 24).

5. *Cambio radical del régimen de protección de los accionistas minoritarios.* La ley derogada contenía un régimen de protección de los accionistas minoritarios de las sociedades cotizadas que se manifestaba en tres planos: (i) en la integración de la junta de administración, que daba la oportunidad a los integrantes de grupos que representaran al menos un veinte por ciento del capital social, de elegir un miembro

del directorio; (ii) en la elección de los comisarios, por medio de una prohibición de participar en la elección del segundo comisario a quienes hubieran votado en la elección del primero; y en el reparto obligatorio de utilidades (no menos del 50% de las utilidades netas, y por lo menos el 25% distribuido en efectivo).

La nueva ley, en el art. 40, expresa que “Las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones deberán establecer en sus estatutos sociales su política de dividendos. La asamblea de accionistas decidirá los montos, frecuencia y la forma de pago de los dividendos”.

La sanción de una ley para regular el mercado de capitales se produce en un contexto económico desfavorable. La actividad bursátil es prácticamente inexistente en Venezuela a finales de 2010, porque las expropiaciones han reducido notablemente el número de emisores de títulos de renta variable; el endeudamiento a mediano o largo plazo de las empresas por la vía de la emisión de papeles es escaso; los controles de cambio dificultan la inversión extranjera; y la negociación de papeles de la República está severamente restringida. Estos factores, unidos al riesgo político de una economía en transición hacia el socialismo, hacen que el mercado venezolano sea poco atractivo para los inversores tradicionales.

Alfredo Morles Hernández

4. LA ELIMINACIÓN DEL CONTROL ADMINISTRATIVO PREVIO DE LA PUBLICIDAD DE LOS PRODUCTOS BANCARIOS EN LA ORDEN EHA/1718/2010, DE 11 DE JUNIO

I. Desde hace más de dos décadas, la actividad bancaria ha estado sometida en nuestro ordenamiento a normas que han impuesto el control público *a priori* de la publicidad en este sector. En concreto, al amparo del art. 48.2 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito —que faculta al Ministro de Economía y Hacienda para dictar las normas necesarias para regular el control administrativo de esta publicidad— se dictó la Orden del MEH, de 12 de diciembre de 1989, por la que se especificó ese control en un régimen de previa autorización para la publicidad de las operaciones y servicios bancarios en los que se aludiera a su coste o rentabilidad para el público.

Recientemente, la Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio, ha derogado ese sistema de control previo de la publicidad bancaria⁽¹⁾, sustituyéndolo por otro en el que la intervención pública al respecto es siempre *a posteriori*. La disposición supone un cambio radical en el modo en que se especifica en materia de publicidad el principio de suficiencia y veracidad de la información recibida por el cliente bancario, que requiere de cierta explicación en cuanto a las razones alegadas para su aprobación, los nuevos instrumentos de control que se establecen y sus consecuencias sobre la actividad publicitaria de las entidades de crédito. Este breve comentario tiene por objetivo ofrecer tales explicaciones.

II. La exposición de motivos de la Orden EHA/1718/2010 cita como argumentos para la derogación del sistema preexistente de control *a priori* de la publicidad tres hechos independientes entre sí: la singularidad de dicho régimen respecto a los países de nuestro entorno económico, su carácter parcial —por cuanto sólo afecta a las operaciones bancarias pero no a las operaciones de inversión en los mercados de valores o a las operaciones de seguro— y, finalmente, el notable entorpecimiento de la agilidad en las ofertas de servicios —que es una exigencia para el correcto funcionamiento del sector financiero— y que, sin embargo, el sistema ahora derogado había perturbado innecesariamente.

Ninguno de los argumentos parece decisivo para invalidar el sistema anterior, o, al menos, no, en una formulación tan vaga. Aunque, efectivamente, la censura *a priori* de la publicidad bancaria ha sido una particularidad de nuestra regulación bancaria, en comparación con las normativas análogas en los ordenamientos de la generalidad de los países con un sistema financiero desarrollado, la técnica está prevista con carácter general por nuestra regulación publicitaria —en concreto, el art. 5 de la Ley General de Publicidad (Ley 34/1988, de 11 de noviembre) admite expresamente los regímenes de control administrativo previo de la publicidad—.

De hecho, la derogación del sistema de control previo ha sido criticada por las asociaciones de defensa de los usuarios. No obstante, las críticas se han formulado de forma sesgada —lo cual era de esperar considerando que se trata de organizaciones alineadas con los intereses de una de las “partes”— y argumentalmente gruesa. En concreto, la OCU ha manifestado que “[...] el requisito de la autorización previa del Banco de España era un control más y, por tanto, una garantía para los consumidores

(1) El alcance de la disposición viene determinado objetivamente por su definición de actividad publicitaria: “toda forma de comunicación por la que se ofrezcan productos o servicios bancarios, o se divulgue información sobre ellos, cualquiera que sea el medio de difusión que se utilice: prensa, radio, televisión, correo electrónico, Internet u otros medios electrónicos, carteles interiores o exteriores, vallas, octavillas, circulares y cartas que formen parte de una campaña de difusión, llamadas telefónicas, visitas a domicilio o cualquier otro sistema de divulgación” e, incluso, “aquellas comunicaciones destinadas a llamar la atención del público sobre servicios de gestión o de otro tipo, que presten las entidades con carácter adicional o en relación con otros productos o servicios bancarios, que no tengan la condición de servicios de inversión” (art. 2 de la Orden EHA/1718/2010). De esta manera, la nueva cláusula extiende explícitamente la regulación de la publicidad bancaria, tanto a las nuevas formas de comunicación, como a las nuevas áreas de negocio de las entidades de crédito, que no existían en el momento de la aprobación de la normativa ahora derogada, hace veinte años.

[...]” de modo que “[...] su eliminación tiene efectos directos en los consumidores y potenciales clientes de las entidades financieras, al abrir la puerta a posibles casos de publicidad engañosa [...]”. A nuestro modo de ver, es la propia deficiencia argumental de la Exposición de Motivos de la Orden EHA/1718/2010, la que ha abonado el terreno para análisis tan rudos de su contenido normativo.

Una justificación razonada de las medidas de control de la publicidad bancaria sólo puede hacerse mediante un balance de sus costes y de sus beneficios, del todo ausente en los motivos expuestos que acompañan la disposición. De esta manera, el cambio en su regulación será correcto, en sus efectos jurídicos materiales, si el resultado de ese balance es socialmente más conveniente con las nuevas normas, que con las ahora derogadas.

Para plantear un análisis de este tipo lo más oportuno es recuperar las ideas generales al respecto de Guido CALABRESI, a quien debemos el modelo microeconómico básico para guiar la elección pública entre las diferentes alternativas para la regulación de comportamientos potencialmente dañinos⁽²⁾. Un análisis así planteado permite utilizar “aproximaciones plausibles” a los costes y beneficios que una determinada norma produce —es decir, razonamientos sencillos que permitan discernir cómo se puede maximizar el bienestar social— que es el modo de proceder casi imprescindible cuando no es posible contar con datos empíricos completos (que, de hecho, no existen cuando de las consecuencias de una norma aún no aplicada se trata).

Utilizando las categorías acuñadas por CALABRESI, la opción por un sistema de censura previa de la publicidad, o por otro de revisión *a posteriori*, equivale a escoger entre un sistema de prevención específica de situaciones conflictivas (*specific deterrence*) y el de prevención general de éstas (*general deterrence*).

Cuando se opta por la técnica legal de la prevención específica, el ordenamiento, o el regulador público, establece de antemano qué tipos de conductas potencialmente conflictivas son socialmente admisibles y cuáles no, mediante la prohibición de aquellas que causen los futuros costes primarios⁽³⁾. Pero, para eliminar los conflictos por esta vía, es preciso conocer de antemano los beneficios y costes de las alternativas de comportamiento que han de ser prohibidas o autorizadas. De esta manera, en aquellas actividades que, como la publicidad de los servicios de las entidades de crédito, no son susceptibles de prohibición total, es necesario un análisis caso por caso de los comportamientos potencialmente dañinos. En general, una estrategia legal de este tipo tiene la ventaja de reducir los costes primarios —los derivados de los daños producidos y de su prevención— y secundarios —los necesarios para la redistribución de valor entre los afectados— causados en acto por los comportamientos que sean, pero incurriendo en

(2) Vid. CALABRESI, G., “Transaction Costs, Resource Allocation and Liability Rules-A Comment”, *Journal of Law and Economics*, 11 (1968), p. 70, y *El Coste de los Accidentes*, Barcelona, 1984, pp. 149 y ss.

(3) Aquellos que causa el conflicto cuando, efectivamente, se produce.

elevados costes terciarios —que son aquellos necesarios para administrar el sistema creado para la prevención y reparación de los daños causados—.

No sorprende, por ello, que, en el caso que nos ocupa, se haya citado como elemento determinante del cambio legal los elevados costes terciarios en que se ha venido incurriendo para censurar la licitud de cada uno de los anuncios publicitarios que cualquiera de nuestras entidades de crédito pretendían llevar a cabo (piénsese en el gasto en los empleados del Banco de España encargados de la revisión, en la obligación de aquellos de preparar su solicitud y, sobre todo, en la demora de tiempo antes de poder lanzar una determinada campaña publicitaria, con la posible pérdida de oportunidades que ello puede ocasionar)⁽⁴⁾.

Sin embargo, para evaluar el valor social de la regla del control *a priori* es preciso considerar conjuntamente sus efectos sobre los costes primarios, secundarios y terciarios, sin que pueda justificarse su cambio con el argumento de la reducción de cualquiera de ellos aisladamente considerados. En otras palabras, la justificación de la mutación legal debe añadir a la premisa de la reducción de los costes de su administración por el Banco de España, la de que ésta no producirá un aumento de los daños finalmente producidos y de lo que las partes implicadas invierten en su prevención, de un monto igual o superior a tal reducción.

III. La nueva regulación de la publicidad bancaria se vale del mecanismo de la prevención general (*general deterrence*) para minimizar la suma de costes producida por aquélla⁽⁵⁾. Como es sabido, esta estrategia del ordenamiento se basa en la regla de sentido común según la cual cada persona sabe mejor que nadie qué es lo que le conviene, por lo que condicionándola con los incentivos adecuados puede utilizarse su conocimiento, o destreza, para crear el mayor bienestar social posible. Así, la función principal de las normas que establecen el sistema de prevención general es incentivar estratégicamente el comportamiento de aquella persona que esté en la mejor posición para llevar a cabo el análisis coste-beneficio en relación con cierta situación potencialmente dañosa; a ese fin, basta con imponerle legalmente determinadas consecuencias negativas en caso de que la conducta dañosa se produzca, con la intensidad necesaria para que su inversión en la prevención de aquél sea la socialmente óptima. En el caso de la regulación pública bancaria tal consecuencia negativa es, típicamente, una sanción administrativa.

La clave del sistema de prevención general así diseñado es el control por parte de las propias entidades de crédito de que su publicidad proteja los intereses de la clientela, incluyendo en su política de comunicación comercial criterios para la prevención de los riesgos producidos en las actividades de este tipo. El Banco de España se limitará a dictar una serie de principios generales, que desarrollarán los objetivos de

(4) Durante el ejercicio 2009, el Banco de España hubo de analizar y tramitar 964 propuestas publicitarias de bancos y cajas y cooperativas de crédito.

(5) Aunque el concepto fue originalmente propuesto por CALABRESI para explicar relaciones de derecho privado, guiadas sobre todo por el principio de reparación del daño, lo “estiramos” aquí hasta las relaciones jurídico-públicas bancarias, guiadas, en última instancia, por sanciones.

que la publicidad sea clara, suficiente, objetiva y no engañosa, ni subliminal, absteiniéndose de elaborar un catálogo completo de reglas prohibitivas al efecto. Corresponde a cada entidad de crédito definir qué niveles de cuidado y qué contenidos concretos ha de tener su publicidad, de acuerdo con tales estándares generales, considerando las consecuencias administrativas de su transgresión.

Así, de entrada, la Orden EHA/1718/2010 incentiva a las entidades de crédito para que prevengan los daños sociales que la publicidad en desacuerdo con los principios generales señalados provoca, atribuyendo al Banco de España una potestad específica para requerir la cesación o rectificación de la publicidad que incumpla los criterios establecidos para la promoción de los productos y servicios bancarios. Tal potestad administrativa incluye la facultad del regulador para requerir a las entidades de crédito anunciantes que incluyan en la publicidad que sea cuantas advertencias estimen necesarias en relación con ella.

Pero, la imputación del coste de tales medidas de cesación o rectificación puede no ser el suficiente para condicionar el comportamiento publicitario de las entidades de crédito; los incentivos de mayor intensidad en que se apoya la nueva disposición son las sanciones administrativas por el incumplimiento de las reglas sobre publicidad. Éstas no son sólo las que generalmente se imponen por la contradicción de la normativa sobre publicidad, sino que también habrán de aplicarse las sanciones previstas en la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito. No hay duda respecto a que estas últimas han de crear incentivos más fuertes para el cumplimiento de las reglas sobre publicidad, considerando la mayor gravedad material de sus consecuencias sobre quienes ostenten cargos de administración o dirección en entidades de crédito.

IV. Vista de forma conjunta toda la reforma, puede concluirse que, con certeza, ésta ha de minimizar tanto los costes de administración, como los costes implícitos de prevención del sistema de control de la publicidad bancaria. Así, si el adelgazamiento de los primeros costes ha de producirse —como ya hemos visto— mediante la eliminación de los gastos de verificación de los anuncios, el de los segundos ocurrirá por la reducción de los obstáculos a la divulgación de una cierta publicidad, gracias a la flexibilidad que la técnica normativa de prescripción de estándares implica; la mayor adaptabilidad de los principios generales, en comparación con las normas prohibitivas ordinarias, reduce la probabilidad de que el temor a infringir el derecho (*rectius*, a las consecuencias legales de la infracción del derecho) disuada de utilizar anuncios publicitarios que puedan contribuir positivamente al bienestar colectivo.

La cuestión que resta por determinar, para finalizar la comparación de los costes del sistema derogado y del nuevo sistema de control de la publicidad bancaria, es la probabilidad de que ésta produzca daños sociales, como consecuencia de la infracción de los criterios a los que legalmente debe ahormarse. En otras palabras, si la desaparición de la censura previa aumentará el número de casos de publicidad bancaria ilícita en número y gravedad suficiente como para igualar el ahorro en los otros dos tipos de costes indicados. La mejor “aproximación plausible” a esa incógnita pasa por tener en cuenta los efectos observables que ha producido el sistema derogado de censura previa; y esta observación revela que no sirvió para erradicar los casos de publicidad

bancaria ilícita. Por supuesto, ello no implica que el sistema no produjese el filtrado de otros casos de ilicitud. Pero tampoco hay constancia de que el número de casos de publicidad indeseable haya sido menor que en otros sectores del sistema financiero no sometidos al control previo; especialmente, no existen indicios de que el sistema haya sido más eficaz en su prevención que el previsto para las actividades publicitarias en el mercado de valores⁽⁶⁾ (de hecho, una búsqueda sencilla en las bases de datos jurisprudenciales parece indicar todo lo contrario).

Por ello, teniendo en cuenta lo elevado del resto de costes producidos por el control *a priori*, tiene pragmáticamente sentido su derogación; la carga de la prueba de sus virtudes corresponde a quienes defiendan un mecanismo tan singular.

Manuel Castilla Cubillas

5. EL DERECHO DE INFORMACIÓN SOMETIDO A DEBATE

Una vez más el Tribunal Supremo se ha pronunciado sobre el alcance del derecho de información del socio. Me refiero a la reciente Sentencia de 26 de julio de 2010 (*JUR* 2010, 287266) que ha declarado la nulidad de uno de los acuerdos adoptados por la Junta general de una sociedad de responsabilidad limitada celebrada el 21 de junio de 2002.

La Junta fue convocada el 4 de junio de 2002 por el órgano de administración, ante el requerimiento de los posteriores actores en el procedimiento. Entre los acuerdos que figuraban en el orden del día se encontraba la aprobación de las cuentas anuales auditadas correspondientes al ejercicio 2001. Además, en el texto de la convocatoria figuraba: “Asimismo se comunica a los socios que, reuniendo los requisitos legales, deseen ejercer el derecho de información a que se refiere el art. 86.2 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada (examen de los documentos que sirven de soporte y antecedente de las cuentas anuales, por sí o en unión de experto contable), serán atendidos en el domicilio social en horario de 17.00 a 20.00 horas. En caso de que dicho horario no fuere de su agrado, rogamos nos comuniquen fechas y horas en que, en su caso, tienen previsto ejercitar tal derecho”. Tal y como indicaba el texto transcrito, uno de los socios acudió al domicilio social el día 18 de junio a las 17 horas con la finalidad de analizar la contabilidad. Sin embargo, las oficinas se encontraban cerradas.

La Junta se celebró el día 21 de junio aprobándose todos los puntos que figuraban en el orden del día. Posteriormente el socio interpuso demanda ante el Juzgado de

⁽⁶⁾ Para el que ahora se prevé una arquitectura paralela a la regulación de la publicidad bancaria en la Orden EHA/1717/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de servicios y productos de inversión.

Primera Instancia en la que solicitaba la declaración de nulidad de la Junta general así como de todos sus acuerdos por vulneración del art. 86.2 de la LSRL. Subsidiariamente solicitó la declaración de nulidad de sólo determinados acuerdos. El Juzgado de Primera Instancia desestimó íntegramente la demanda. El actor interpuso recurso de apelación ante la AP de Las Palmas, siendo éste estimado y, en su virtud, declaró la nulidad de la constitución de la Junta y, en consecuencia, de todos los acuerdos adoptados.

Ante tal sentencia se alzó la sociedad interponiendo un recurso de casación, alegando infracción de los arts. 86 de la LSRL, 115 de la LSA por remisión del art. 56 de la LSRL y del 46 de la misma Ley. El TS ha estimado parcialmente el recurso. En primer lugar, entiende el Alto Tribunal que la sociedad impidió ejercitar al socio su derecho de información, pues ya siendo reducido el horario de visitas concedido para examinar la documentación contable, éste fue incumplido. Sin embargo, en relación a la nulidad de la Junta declarada por la AP, el TS ha invocado, una vez más, su doctrina sobre los efectos de la falta de información. Éstos no deben trascender a la totalidad de los acuerdos adoptados en una Junta, sino tan sólo a aquellos sobre los que el efecto del vicio se proyecta (*vid.*, entre otras, STS de 29 de marzo de 2005 [RJ 2005, 3207]). En este sentido, ha estimado el recurso de casación interpuesto por la sociedad. Por tanto, en su sentencia, ha declarado la validez de la Junta y de todos los acuerdos adoptados en ella, salvo el relativo a la aprobación de las cuentas anuales, por violación del derecho de información, al no permitirle el examen de la contabilidad.

Todo lo anterior suscita determinadas preguntas. El derecho de información del socio puede ser violado de diversas maneras, e incluso en distintos grados. Es indudable que la negativa a mostrar la documentación contable constituye el grado superior de violación del derecho. Existen otros supuestos más discutibles, como el presente. ¿Son tres horas al día suficientes para considerar cumplido el deber de información que pesa sobre la sociedad? Algunos dirán que este horario restringido se justifica por la mención que establece la propia convocatoria: “En caso de que dicho horario no fuere de su agrado, rogamos nos comuniquen fechas y horas en que, en su caso, tienen previsto ejercitar tal derecho”. Sin embargo, no creo que para el socio esto constituya una garantía efectiva de una mayor disponibilidad.

Por otro lado, aunque en las sentencias de este caso no se hace referencia a si el socio acudió otro día a analizar la contabilidad, creo que es un dato que presenta importancia y en el que por tanto debemos detenernos. ¿Es suficiente con que con una sola vez que no se haya podido ejercitar el derecho a examinar la contabilidad se pueda entender violado el derecho de información? El TS en este caso así lo ha entendido. No obstante, creo que debe tenerse en cuenta lo siguiente. La junta que se celebraría el 21 de junio se convocó el día 4 de ese mismo mes. Esto es, con 17 días de antelación. El socio esperó al día 18 de junio para analizar la contabilidad. ¿No podría interpretarse esta espera como una dejadez en su derecho? ¿No podría haber acudido a las oficinas el día siguiente?

En conclusión, no puedo dejar de destacar la importancia que presenta el derecho de información para ejercitar el derecho de voto y los problemas que su ejercicio pueden plantear. Como ha reconocido el TS en numerosas sentencias el derecho de

información tiene carácter instrumental para el ejercicio del de voto. Sin embargo, esto no puede llevar a admitir un ejercicio abusivo del mismo. Esto es, no puede admitirse que la transgresión del derecho de información tenga como consecuencia la declaración de nulidad de la Junta, como así declaró la sentencia de la AP de Las Palmas. La Junta general había sido válidamente convocada y constituida. El derecho de información puede afectar a la validez de los acuerdos pero no a la propia Junta.

En este supuesto considero que la sentencia del TS ha realizado una ponderación acertada sobre las circunstancias. La restricción del horario que figuraba en el orden del día ya era excesiva, por lo que cualquier otra infracción debería suponer una violación del derecho de información y, por tanto, afectar exclusivamente a la validez de los acuerdos cuyo voto estuviera influido por esta información a la que el socio no había tenido acceso.

Para concluir, me planteo una última reflexión. El procedimiento culminado en julio de 2010 versa sobre la contabilidad del año 2001. ¿Qué efectos prácticos puede hoy tener la declaración de nulidad del acuerdo de aprobación de cuentas del ejercicio 2001?

Blanca Villanueva García-Pomareda

6. CIRCULAR SOBRE PUBLICIDAD BANCARIA

El Banco de España aprobó la Circular 6/2010, de 28 de septiembre (BOE del 11 de octubre de 2010), que desarrolla algunos aspectos del nuevo sistema de publicidad de las entidades de crédito que estableció la Orden EA/1718/2010, de 11 de junio. La Orden llevó a cabo un cambio sustancial en lo que venía siendo el procedimiento de supervisión de la publicidad de las entidades de crédito, que a su vez estaba vinculado con el principio general de defensa de los intereses de la clientela de esas entidades. El cambio consistió en el abandono de un sistema de autorización previa que ha regido durante casi veinte años la publicidad de las entidades de crédito (*vid.*, en este mismo número, la anterior nota de Manuel Castilla Cubillas y mi nota previa sobre la indicada Orden, en *RDBB*, 119, p. 343). Era ciertamente un régimen singular, caracterizado por su severidad, y que contrastaba no ya con los sistemas vigentes en otros Estados europeos, sino también con el hecho de que en el mercado español, mientras que la publicidad que afectaba a operaciones bancarias estaba sometida a ese régimen de autorización previa, no ocurría lo mismo con operaciones de contenido económico similar, como las que se pudieran proponer en relación con los servicios de inversión o en operaciones de seguros.

La Circular concreta los aspectos fundamentales del nuevo régimen. En primer lugar, se determinan los principios generales a los que deberá ajustarse la publicidad y los criterios generales sobre el contenido mínimo y el formato del mensaje publicitario. Para ello, la Circular señala que se ha tomado en consideración, junto a otros

elementos, la experiencia que se ha acumulado durante las dos décadas que ha estado en vigor el sistema de autorización administrativa previo. Los principios se enuncian en el Anejo de la Circular.

El segundo aspecto relevante de la nueva disciplina y al que también se adecua el contenido de la Circular es el referido al control de la publicidad por parte de las propias entidades. Se tomarán en consideración los procedimientos y controles internos en cada entidad y la política de comunicación que ésta sigue con respecto a las operaciones bancarias que se proponen a los consumidores. A tal efecto, entiende la Circular, en línea con lo que determinó la Orden ministerial, que es conveniente la adhesión de las entidades de crédito a organismos de autorregulación y que su publicidad esté de alguna manera adecuada a los códigos de conducta y sistemas de regulación que en esta materia se han establecido, que se han visto especialmente fortalecidos desde la reforma que en materia de publicidad se llevó a cabo en la Ley de Competencia Desleal, introducida por la Ley 29/2009, de 30 de diciembre.

El tercer y último aspecto que debe ser subrayado es el relativo al deber de custodia que se impone a las entidades. A éstas se exige que lleven a cabo una conservación de toda la documentación correspondiente a cada campaña publicitaria, que deberá estar a disposición del Banco de España.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

7. PUBLICACIÓN POR LA CNMV DE UNA GUÍA SOBRE CATALOGACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS COMO COMPLEJOS O NO COMPLEJOS

1. Una de las causas de la crisis financiera internacional en la que vivimos sumidos desde el verano del año 2007 ha sido la comercialización por los intermediarios de unos productos financieros de tal complejidad que los hicieron incomprensibles por parte de la inmensa mayoría de los inversores que arriesgaban su ahorro en dichos productos. En efecto, como factor común a todos los fallos multiorgánicos que desembocaron en la crisis financiera global, subyacían los objetos que se negociaban en los mercados financieros: unos productos de tal complejidad que las mismas entidades que los comercializaban no conocían u ocultaban los riesgos implícitos, con lo que difícilmente podían informar de ellos a los inversores. Pues bien, en estos PFIs “Productos Financieros Incomprensibles” está una de las claves de la crisis financiera porque, diseñados por los intermediarios para captar comisiones, los comercializaron —y, en muchos casos, los siguen distribuyendo— sin advertir a sus clientes de los riesgos implícitos. Y sin que las autoridades de supervisión advirtieran tales riesgos ni las agencias de *rating* los calificaran adecuadamente. De tal modo que se convirtieron en “bombas volantes” que fueron explotando —y siguen explotando en la actualidad— en la línea de flotación del patrimonio de los inversores que los

compraron y en la línea de la solvencia de los intermediarios que los vendieron (al respecto, puede verse nuestro estudio, TAPIA HERMIDA, A.J., “El fideicomiso y la innovación financiera”, *Revista Institucional de la Bolsa de Comercio de Rosario*, núm. 1511, 2010, pp. 30 y ss.). En concreto, estos instrumentos financieros complejos han constituido la materia prima de los litigios más recientes sobre inversiones (ver nuestra noticia sobre “Doctrina jurisprudencial sobre productos financieros complejos: la Sentencia de la Sala Primera de lo Civil del Tribunal Supremo de 22 de diciembre de 2009”, en esta *RDBB*, núm. 118, 2010, pp. 259 y ss.).

2. Visto lo anterior, debemos saludar la publicación, el 14 de octubre de 2010, por el Departamento de Supervisión ESI-ECA de la CNMV, de una Guía sobre Catalogación de los Instrumentos Financieros como Complejos o No Complejos que empieza aclarando que no tiene carácter normativo ni establece nuevas obligaciones, sino que pretende informar a las entidades que prestan servicios de inversión de las pautas que la CNMV considera adecuadas para el cumplimiento de diversos aspectos de la normativa vigente. A este respecto, debemos recordar que la generalidad con la que se pronuncian determinados preceptos, en particular, del Real Decreto 217/2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión (ver nuestra noticia sobre “Desarrollo reglamentario de la normativa sobre empresas de servicios de inversión: el Real Decreto 217/2008”, en esta *RDBB* núm. 110, pp. 260 y ss.) —por ejemplo, en el momento de referirse a la evaluación de la idoneidad o de la conveniencia de determinadas inversiones para sus clientes, arts. 72 a 74— hace especialmente necesario conocer el criterio de la autoridad que interpretará y aplicará tales normas.

3. La Guía de la CNMV se refiere a cinco tipos de instrumentos financieros que pueden ser complejos: acciones preferentes o privilegiadas y participaciones preferentes; derechos de suscripción preferente; instrumentos del mercado monetario, bonos y otras formas de deuda titulizada; cédulas, bonos y participaciones hipotecarias y otros instrumentos que cuentan con el respaldo de un grupo de activos; deuda subordinada; y valores por IIC de inversión libre e IIC inmobiliarias. Una vez expuestos estos tipos de instrumentos financieros, la Guía trata de la “Evaluación bajo los criterios del art. 79 bis, apartado 8, letra a), párrafos 2 y 3 de la LMV”.

4. Por último, la Guía incorpora dos anexos: el Anexo 1, que es un “Listado (no exhaustivo) de instrumentos financieros complejos y no complejos” y el Anexo 2, que es el documento publicado el 3 de noviembre de 2009 por el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CESR) denominado “CESR Q&A MiFID complex and non complex financial instruments for the purposes of the Directive’s appropriateness requirements (Ref.: CESR/09-559)”.

Alberto Javier Tapia Hermida

8. APROBADO EL REAL DECRETO REGULADOR DE LAS CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS

Por medio del Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre, se aprobaron las normas para la formulación de las cuentas anuales consolidadas (BOE de 24 de septiembre de 2010). Puede considerarse que con la aprobación de este nuevo Reglamento contable se culmina en lo sustancial la reforma de nuestra legislación contable iniciada con la aprobación de la Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea que dio lugar a un primer paso reglamentario por medio del Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprobó el Plan General de Contabilidad. La disposición final primera de la citada Ley habilitaba al Gobierno para dictar también las normas para la formulación de las cuentas anuales consolidadas, con el objetivo de desarrollar los aspectos contenidos en la nueva redacción dada a los artículos referidos a la consolidación contable dentro del Código de Comercio (arts. 42 y ss.). Esa labor ha tenido que tomar en consideración los distintos trabajos en curso que se estaban produciendo en la Unión Europea y también en el ámbito internacional, toda vez que algunas normas internacionales de contabilidad han sido objeto de adopción o de modificación. Para conocer el proceso que ha tenido que tomar en consideración el Gobierno en la elaboración de las normas de contabilidad consolidada habrá de remitirse al lector a la exposición de motivos del Real Decreto que reseñamos.

El nuevo Real Decreto somete a consolidación a las sociedades dependientes, multigrupo y asociadas, proporcionando una noción de estas dos últimas en su articulado (arts. 4 y 5). Cabe destacar que en su primer artículo, al proporcionar una definición de grupo basada —en la línea de lo dispuesto en el art. 42 del CCom.—, en la relación de control o dominio, introduce una novedosa noción de control de la que el precepto del Código carecía (“el poder de dirigir las políticas financieras y de explotación de una entidad, con la finalidad de obtener beneficios económicos de sus actividades”); asimismo, a continuación de enumerar una serie de presunciones de la existencia de ese control —reproduciendo las contenidas en el art. 42.1 del CCom.—, incluye una mención también novedosa sobre las “*circunstancias*” que podrán determinar tal existencia.

Las normas de consolidación serán de aplicación obligatoria para las sociedades dominantes españolas obligadas a consolidar en los términos que establece el art. 2 del Real Decreto 1159/2010. Esto significa su aplicación a los grupos de sociedades cuya sociedad dominante sea una sociedad española, también a aquellos donde la persona física o jurídica dominante formule o publique cuentas consolidadas y a los supuestos de formulación y publicación de cuentas consolidadas por cualquier persona física o jurídica que no estén comprendidos en los anteriores supuestos. Es notorio que esta disciplina general no será de aplicación a aquellos grupos de sociedades que están sometidos a disposiciones específicas en materia de consolidación, como puede suceder en el ámbito financiero.

El nuevo régimen de la contabilidad consolidada entró en vigor el 25 de septiembre de 2010 y se establece su aplicación a las cuentas individuales y consolidadas de todos aquellos ejercicios que se inicien a partir del 1 de enero de 2010.

Mónica Fuentes Naharro

9. ACCIÓN INDIVIDUAL: FALTA DE LEGITIMACIÓN DE LOS SÍNDICOS (Y DE LOS ADMINISTRADORES CONCURSALES)

En la reciente Sentencia de 14 de octubre de 2010 el Tribunal Supremo se ha ocupado de la legitimación que pudiera reconocerse a favor de la sindicatura de la quiebra para ejercitar la acción individual de responsabilidad contemplada en la legislación societaria. En el presente caso, se ejercitó la acción individual de responsabilidad establecida en los arts. 105.5 de la LSRL y 135 de la LSA, declarando la responsabilidad solidaria de los administradores de una sociedad que devino en quiebra, por no haber procedido a la disolución de la sociedad y por negligencia en los actos de los administradores que se decían realizados en perjuicio de la sindicatura de la quiebra, condenando a los demandados al pago de más de un millón ochenta mil euros. Recurrida en apelación esa Sentencia, fue confirmada íntegramente por la Audiencia Provincial de Palma de Mallorca.

Interpuesto el recurso de casación por los administradores concursales, se planteó como primer motivo la falta de legitimación de la sindicatura de la quiebra para el ejercicio de las acciones de responsabilidad de los administradores sociales derivadas de los preceptos societarios que se han citado antes. El motivo fue estimado en la sentencia que reseñamos y lo hizo por la razón fundamental de entender carente de esa legitimación a los síndicos de la quiebra. A juicio del Tribunal Supremo, la legitimación *ad causam* sólo puede reconocerse a quien afirma la titularidad del derecho subjetivo que será objeto de la controversia y, excepcionalmente, a quienes tengan reconocida esa legitimación en función de una atribución explícita por una norma legal.

En este caso, el Tribunal consideró que las normas societarias establecen acciones para las que están legitimados los acreedores o los socios, sin que exista un reconocimiento de esa legitimación a favor de los síndicos. Éstos podrán ejercitar en el marco del procedimiento de insolvencia determinadas acciones de reintegración o de retroacción, pero como dice el Tribunal Supremo ningún precepto atribuye a la masa pasiva de la quiebra la titularidad de las acciones previstas en los arts. 105.5 de la LSRL y 135 de la LSA. Estas acciones pertenecen individualmente a quien afirme ser acreedor de la sociedad, o socio o tercero perjudicado por la actuación de los acreedores, con independencia de que el crédito hubiere sido o no reconocido en la quiebra. Falta por tanto una norma de cobertura que legitime a los síndicos para el ejercicio de esas acciones, sin que el Tribunal Supremo tampoco hubiere aceptado la invocación de los principios rectores del juicio de quiebra.

Quizás lo más interesante de esta sentencia sea que se proyecta también con respecto a lo que es el vigente ordenamiento concursal y se señala expresamente que el criterio mantenido resulta también válido con respecto al art. 48.2 de la LC:

“El criterio expuesto resulta coincidente con el manifestado por el legislador en la vigente legislación concursal, que en el art. 48.2 de la LC atribuye a los administradores del concurso la legitimación para el ejercicio de las acciones de responsabilidad que, conforme a lo establecido en las leyes, asistan al concursado persona jurídica contra sus administradores, auditores o liquidadores, sin necesidad de previo acuerdo de la junta o asamblea de socios, pero no les habilita para el ejercicio de las acciones de responsabilidad que personalmente corresponden a los acreedores del concurso”.

La estimación del motivo supuso que el Tribunal Supremo haya anulado la sentencia de la Audiencia Provincial, pero toda vez que también se habían ejercitado subsidiariamente otras acciones, ordena la reposición de las actuaciones al momento anterior al que se dictara la sentencia de apelación. Esa reposición tiene por finalidad que la Audiencia Provincial dicte una nueva sentencia en la que resuelva la desestimación de las acciones con respecto a las que el Tribunal Supremo ha declarado la falta de legitimación pero, a continuación, deberá analizar con “*libertad de criterio*”, la acción social de responsabilidad ejercitada por esa misma sindicatura. En caso de ser desestimada esa acción social, la Audiencia Provincial tendrá que examinar la eventual estimación de las acciones fundadas en los arts. 297 del Código de Comercio y 1718 del Código Civil.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

10. REGULACIÓN DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES DE FUTUROS, OPCIONES Y OTROS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS: EL REAL DECRETO 1282/2010

1. Regulación legal por la LMV

Nuestra LMV define los mercados regulados como “aquellos sistemas multilaterales que permiten reunir los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación, y que están autorizados y funcionan de forma regular, conforme a lo previsto en el Capítulo I del Título IV y en sus normas de desarrollo, con sujeción, en todo caso, a condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad”. En concreto, los mercados regulados españoles reciben la denominación de mercados secundarios oficiales, considerándose como mercados secundarios oficiales de valores las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, los Mercados de Futuros y

Opciones, cualquiera que sea el tipo de activo subyacente, financiero o no financiero, el Mercado de Renta Fija, AIAF y cualesquiera otros, de ámbito estatal, que, cumpliendo los requisitos previstos legalmente, se autoricen conforme a la LMV (art. 31.1 de la LMV). En particular, los Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones, representados por anotaciones en cuenta, están regulados en el art. 59, único del Capítulo IV del Título IV de la LMV.

2. Antecedentes: régimen reglamentario por el Real Decreto 1814/1991

El régimen reglamentario de los Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones, representados por anotaciones en cuenta, estaba contenido en el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, que contemplaba este tipo de mercados sobre subyacentes financieros, además de prever otros mercados sobre subyacentes no financieros (ver nuestro Manual de *Derecho del Mercado de Valores*, Barcelona 2003, pp. 272 y ss.). En particular, se ha desarrollado el régimen reglamentario de los mercados de futuros y opciones sobre cíctricos (ver nuestra noticia sobre “Los mercados de futuros y opciones sobre cíctricos: el Real Decreto 695/1995”, en esta *RDBB* núm. 58, 1995, pp. 555 y ss.) y sobre aceite de oliva (ver nuestra noticia sobre “Mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre aceite de oliva”, en esta *RDBB* núm. 89, 2003, pp. 431 y ss.).

3. Objeto del Real Decreto 1282/2010

En el BOE núm. 251, de 16 de octubre de 2010, se ha publicado el Real Decreto 1282/2010, de 15 de octubre, por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados, que derogó el Real Decreto 1814/1991 y entró en vigor al día siguiente de su publicación en el BOE. Su objeto es regular la creación, organización y funcionamiento de este tipo de mercados de ámbito estatal porque recordemos que “la autorización de la creación del mercado así como el resto de autorizaciones y aprobaciones señaladas en este artículo corresponderá a la Comunidad Autónoma con competencias en la materia en el caso de mercados de ámbito autonómico” (art. 59.1 de la LMV). Y todo ello, en función de la nueva regulación de la LMV, tras su reforma por la Ley 47/2007. Adviértase que los mercados autorizados que operan en la actualidad dispondrán de un plazo de 6 meses para adaptar a este nuevo régimen reglamentario sus Reglamentos respectivos (disposición transitoria única).

4. Autorización de los mercados secundarios oficiales de ámbito estatal

Dicha autorización corresponderá al MEH, a propuesta de la CNMV, y exigirá que su sociedad rectora se inscriba en el registro previsto en el art. 92.i) de la LMV. En la documentación a presentar para solicitar dicha autorización destaca, junto a la memoria explicativa, a la memoria de riesgos y al proyecto de estatutos de la sociedad rectora, el proyecto de Reglamento del mercado respectivo que debe contemplar el régimen tanto de los elementos subjetivos (miembros del mercado y clientes) como de los objetivos (registro y contratos) y funcionales (negociación, liquidación, contrapartida central, garantías y disciplina) (arts. 3 y 4 del RD 1282/2010) y tendrá el carácter de norma de ordenación y disciplina del Mercado de Valores (art. 59.7 de la LMV).

5. Estructura de los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones

Estos mercados tendrán por objeto la negociación, registro, compensación, liquidación y contrapartida de los contratos de futuros, opciones y otros instrumentos financieros, cualquiera que sea el activo subyacente, previstos en el art. 2 de la LMV, que sean aptos conforme al Reglamento del mercado respectivo y las condiciones generales de cada contrato (art. 2.1 del RD 1282/2010).

La estructura subjetiva de estos mercados se integra en tres niveles:

a) La sociedad rectora, que debe adoptar la forma jurídica de sociedad anónima y tener por objeto exclusivo las funciones de organización, dirección y supervisión del mercado, además de la llevanza del Registro Central de los instrumentos financieros derivados anotados en cuenta y la función de cámara de contrapartida central. Se desarrolla el régimen reglamentario de dichas funciones, sus estatutos, sus órganos de administración y dirección —el art. 59.6 de la LMV dispone que “la sociedad rectora dispondrá de un consejo de administración con, al menos, cinco miembros, y, como mínimo, de un Director general”— y su régimen económico (Capítulo III, arts. 14 a 20 del RD 1282/2010). Adviértase que estas sociedades no podrán realizar ninguna actividad de intermediación financiera, ni las actividades relacionadas en el art. 63 de la LMV, sin perjuicio de que, al objeto de gestionar el sistema de garantías, podrán ser titulares de cuentas en el Mercado de Deuda Pública o tener una posición equivalente en mercados o sistemas extranjeros que realicen funciones similares (art. 59.4 de la LMV).

b) Los miembros de dichos mercados, condición reservada a las entidades que menciona el art. 59.3 de la LMV, que dice: “Podrán ser miembros de estos mercados las entidades a las que se refiere el art. 37 de esta Ley. También podrán acceder a la condición de miembro, con capacidad restringida exclusivamente a la negociación, bien por cuenta propia o por cuenta de entidades de su grupo aquellas entidades cuyo objeto social principal consista en la inversión en mercados organizados y reúnan las condiciones de medios y solvencia que establezca el Reglamento del Mercado a que se refiere el apartado 7 de este artículo. En los mercados de futuros y opciones con subyacente no financiero, reglamentariamente se podrá determinar la adquisición de dicha condición por otras entidades distintas de las antes señaladas, siempre que reúnan los requisitos de especialidad, profesionalidad y solvencia”. El RD 1282/2010 se ocupa, en su Capítulo IV (arts. 21 y 22) del acceso y la pérdida de la condición de miembro. Además, recordemos que los miembros deben constituir las garantías reglamentariamente previstas (art. 23 del RD 1282/2010) y, en su concurso, las sociedades rectoras tendrán derecho absoluto de separación (art. 59.9 de la LMV).

c) Los clientes de dichos mercados, quienes deben constituir las garantías reglamentariamente previstas (art. 23 del RD 1282/2010) y, en cuyo concurso, las sociedades rectoras y los miembros tendrán derecho absoluto de separación (art. 59.9 de la LMV).

6. Funcionamiento de los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones

El RD 1282/2010 se ocupa de los elementos básicos para dicho funcionamiento, que son:

a) El Registro de contratos de instrumentos financieros derivados (arts. 6 a 9). A este respecto, recordemos que el art. 59.2 de la LMV establece que “la llevanza del registro contable correspondiente a los instrumentos financieros negociados corresponderá a la sociedad rectora, que llevará el registro central y, en su caso, junto con los miembros autorizados para llevar los registros de detalle correspondientes a los contratos de sus clientes”.

b) La función de cámara de contrapartida central (art. 10). A este respecto, recordemos que el art. 59.2 de la LMV dispone que “la sociedad rectora del mercado dará por sí misma o asegurará por medio de otra entidad, previa aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la contrapartida en todos los contratos que emita. Además, la sociedad rectora podrá realizar la actividad de contrapartida central a que se refiere el art. 44 ter, en cuyo caso le será de aplicación lo dispuesto en este artículo, con las particularidades que, en su caso, se establezcan en su correspondiente Reglamento”.

c) Los propios Contratos de instrumentos financieros derivados cuyas condiciones generales deberá aprobar la CNMV, a solicitud de la respectiva sociedad rectora, previa comprobación de su contenido (art. 11) y cuya negociación o registro podrá suspender la CNMV cuando concurran circunstancias especiales que puedan perturbar el normal desarrollo de las operaciones o aconsejen la suspensión para proteger a los inversores (art. 12) y que podrán ser excluidos del mercado por la sociedad rectora por falta de liquidez u otras razones de interés general del mercado (art. 13).

d) Las garantías que deberán constituir y mantener tanto los miembros como los clientes, en los términos que establezca el respectivo Reglamento del mercado para su determinación, constitución, mantenimiento, exigencia y gestión. Junto a estas garantías individuales de los miembros y clientes, el Reglamento de cada mercado podrá establecer un régimen de garantía colectiva y unas garantías aportadas por la propia sociedad rectora. El importe de estas garantías —que se materializarán en las formas establecidas por el Reglamento del mercado respectivo dentro del marco general determinado por la CNMV mediante circular— se calculará diariamente y se actualizará periódicamente (arts. 23 a 27). Adviértase que estas garantías sólo responderán frente a las entidades a cuyo favor se constituyeron y únicamente por las obligaciones que de tales operaciones deriven para con la sociedad rectora o los miembros del correspondiente mercado (art. 59.8 de la LMV).

e) El régimen de los eventuales incumplimientos de sus obligaciones por los miembros del mercado y sus clientes, que obligarán a la sociedad rectora a adoptar

medidas tales como la suspensión temporal del miembro o del cliente, el cierre o el traslado de los contratos registrados, la ejecución de las garantías constituidas y, en última instancia, la pérdida de la condición de miembro o cliente (arts. 28 a 32).

Alberto Javier Tapia Hermida

11. DERECHO DE SALIDA DE LA SOCIEDAD LIMITADA

El derecho de separación del socio presenta especial interés por las implicaciones que comporta su planteamiento y su concreta regulación para la sociedad y para el socio. Recientemente se ha pronunciado la Dirección General de Registros y del Notariado (DGRN) en la Resolución de 2 de noviembre de 2010 (BOE de 23 de noviembre). En este caso se debatió la redacción estatutaria que fijaba lo que se denominaba “*derecho de salida de los socios*”. En relación con este derecho, el Registrador planteó una única objeción con respecto a la forma de valorar las participaciones de aquel socio que deseara transmitir las participaciones a la sociedad limitada. El precepto estatutario fijó el mecanismo para determinar el precio de la venta. La determinación era sencilla, pues se remitía a la valoración que en virtud del art. 8 de los Estatutos, apartado 6.1, establecía:

“Cada dos años, y con la finalidad de que los socios conozcan el valor que tiene su participación en la empresa, la «Junta General de Socios» aprobará la forma de valoración y una valoración de la misma. Dicha Junta General, que se celebrará durante el mes de marzo, tomará como base para hacer la valoración, la media de los beneficios después de impuestos obtenidos durante los últimos cuatro ejercicios, según balances cerrados al 31 de diciembre, y el valor de los bienes inmuebles de los que, en su caso, sea propietaria la empresa.

Para llevar a cabo la primera valoración se recurrirá a la ayuda de un asesor externo especializado. Las restantes se harán con los medios de que dispone la ‘Empresa’ tomando como referencia la realizada por el asesor externo”.

El Registrador no inscribió la cláusula de los Estatutos, por la que se remitía al procedimiento de valoración transcrito. El motivo fue que a juicio del Registrador, el procedimiento de valoración en este supuesto, que englobaba dentro del derecho de separación, debía regirse por el procedimiento previsto en el art. 100 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada (LSRL), que se corresponde con el actual art. 353 de la Ley de Sociedades de Capital.

El recurso contra la calificación del Registrador ha sido estimado por la DGRN. El Centro Directivo ha declarado que el procedimiento de valoración previsto en el art. 100 de la LSRL no era aplicable al precepto estatutario, pues la salida no se vinculaba a un acuerdo de la Junta general; siendo éste un requisito necesario para que entrara en

juego la valoración del art. 100, que estaba vinculado al art. 95 de la LSRL que reconocía “Los socios que no hubieran votado a favor del correspondiente acuerdo tendrán derecho a separarse...” Asimismo la DGRN ha declarado que este derecho de separación vinculado a la existencia de un acuerdo social, trata de proteger a la minoría frente a la mayoría, lo cual no era necesario en este supuesto. El derecho de salida lo ejercitaba el socio de manera libre y no condicionado ni motivado por un acuerdo social previo.

La DGRN reconoció que en el supuesto controvertido tan solo se trataba de hacer efectivo el principio de evitar el convertir al socio en *prisionero de sus participaciones*. Por tanto, no era aplicable el procedimiento de valoración previsto en el art. 100 de la LSRL. Asimismo ha declarado que la autonomía de la voluntad que debe regir el contrato social autorizaba para incluir tal cláusula estatutaria.

Blanca Villanueva García-Pomareda

12. LA LEY FRANCESA DE REGULACIÓN BANCARIA Y FINANCIERA NÚM. 2010-1249, DE 22 DE OCTUBRE DE 2010: “PROCEDIMIENTO DE SALVAGUARDA FINANCIERA EXPRÉS”. CONEXIÓN CON LOS LBO

La crisis económica está obligando a los Estados a adaptar sus Ordenamientos a las necesidades que se van detectando así como a las problemáticas que se van planteando en cada momento. Lógicamente, uno de los ámbitos en donde la crisis incide con más fuerza es en el sector financiero. Así, en Francia, acaba de introducirse un nuevo procedimiento concursal bautizado como salvaguarda financiera exprés —*procédure de sauvegarde financière accélérée*, en adelante, SFA— que figura en los nuevos artículos L.628.1 y siguientes del Código de comercio y que se aplicará a las conciliaciones iniciadas a partir del próximo 1 de marzo de 2011 (art. 57 de la Ley 2010-1249, de 22 de octubre de 2010, de regulación bancaria y financiera, Boletín Oficial núm. 247 de 23 de octubre de 2010, p. 18984).

De este nuevo procedimiento pueden destacarse dos grandes aspectos: el primero se refiere al ámbito de aplicación de la figura y, el segundo, a la característica o adjetivo con el que se califica a dicha institución, a saber, la celeridad o rapidez en la tramitación.

Por lo que al ámbito de aplicación se refiere, éste constituye uno de los aspectos más originales de la reforma. La salvaguarda financiera, como su propio nombre indica, está destinada única y exclusivamente a los establecimientos de crédito y similares y, en su caso, a los obligacionistas (a quienes se les impondrá el plan de pagos si no lo hubieran aceptado ya en la fase previa de conciliación). En definitiva, el procedimiento se aplica a aquellas empresas cuya actividad económica sea viable pero que

estén fuertemente endeudas con sus acreedores financieros (el pasivo de la sociedad, en consecuencia, estará exclusiva o mayoritariamente compuesto por préstamos). Beneficiarios de este nuevo procedimiento van a ser, claramente, las sociedades (holding) involucradas en una operación de LBO. El texto legal parece haber buscado una solución para un problema acuciante en Francia: las grandes operaciones de LBO realizadas en condiciones poco razonables en los años inmediatamente anteriores a la crisis. Los estudios demuestran que dichas operaciones, en muchos casos, se llevaron a cabo con una *ratio* de endeudamiento del 80% frente a un 20% de fondos propios. La originalidad de este nuevo procedimiento radica en que sólo afectará a los acreedores financieros y, más concretamente, a los establecimientos de crédito y similares.

Pero el nuevo procedimiento es, además, una solución con vocación de celeridad, de rapidez. El texto recoge así lo que venía siendo la práctica desarrollada por los holdings de los LBO en situación de crisis. El procedimiento, de alguna manera, está inspirado en el derecho norteamericano (*prepack plan*) consistente en preparar un plan de “viabilidad” pasando rápidamente al procedimiento de salvaguarda para forzar a los acreedores recalcitrantes a asumirlo. Así, se prevé que el deudor para poder solicitar un procedimiento de SFA debe haber solicitado la apertura de la conciliación y justificar la elaboración de un plan que cuente con la adhesión de la mayoría de los acreedores con el fin de que pueda ser adoptado en el plazo de un mes a contar desde la declaración de apertura del procedimiento de salvaguarda. Las razones que justifican esta rapidez en la tramitación son obvias, evitar los efectos negativos que la publicidad de un procedimiento de salvaguarda pudiera tener para el deudor y lanzar un mensaje positivo al mercado de superación de las dificultades financieras de ese deudor al contar con la confianza de los establecimientos financieros adheridos al plan.

Isabel Fernández Torres

13. NORMA TÉCNICA DE AUDITORÍA SOBRE EL VALOR RAZONABLE

En el nuevo modelo contable introducido desde el año 2007 ocupa un lugar destacado el concepto de valor razonable. Baste con remitir al contenido del art. 38 bis del Código de Comercio que establece que tanto los activos como los pasivos financieros deberán ser objeto de valoración conforme a su valor razonable. No es de extrañar, por lo tanto, que el desarrollo reglamentario de ese modelo contable profundice en el significado de lo que significa el valor razonable desde el punto de vista de la contabilidad y de la auditoría de las cuentas. A este último respecto es de destacar la reciente aprobación por el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) de su Resolución de 7 de octubre de 2010 publicando la Norma Técnica de Auditoría sobre el Valor Razonable [*vid.* BOICAC 83 (septiembre 2010), pp. 6 y ss.].

En la introducción se expresa la importancia que el valor razonable tiene como criterio en la valoración de activos y pasivos, sin perjuicio de lo cual se trata de un

concepto del que se dice que no está exento de dificultades interpretativas. Porque aplicar el criterio del valor razonable, como señala la Resolución del ICAC, puede ser sencillo con respecto a aquellos activos o pasivos para los que existan mercados que permiten realizar una valoración a partir de parámetros objetivos (por ejemplo, la cotización bursátil), pero se complica allí donde las circunstancias de la valoración no cuentan con esa referencia objetiva, lo que abre la puerta a un mayor grado de subjetividad. Esto plantea problemas desde la perspectiva de la posición de los administradores o responsables de la formulación de las cuentas y, por supuesto, con respecto a la actuación del auditor encargado de verificarlas. El objeto de la Norma Técnica que reseñamos es establecer los procedimientos que el auditor debe aplicar cuando tenga que llevar a cabo la verificación de cifras, de información o desglose referidos al valor razonable de activos o pasivos. La Norma define la responsabilidad del auditor con respecto a la verificación de la aplicación del criterio del valor razonable y el establecimiento de una serie de procedimientos, a cuya determinación se dedica, sobre todo, el apartado 4 de la Resolución, que es el más extenso.

La Resolución aborda en su apartado 3 el siempre importante tema de la responsabilidad de los administradores y de los auditores: "... es responsabilidad de los administradores de la entidad establecer procedimientos de control interno que permitan asegurar, razonablemente, que el proceso de determinación del valor razonable, la selección de los métodos de valoración, la identificación y soporte adecuados de cualquier hipótesis utilizada, así como la presentación y los desgloses están de acuerdo con el marco normativo de preparación de información financiera aplicable a la entidad. (...) el trabajo y la responsabilidad del auditor se basarán en el cumplimiento de los procedimientos establecidos en esta norma, así como en la Norma Técnica de Auditoría sobre Estimaciones Contables".

También es importante el apartado 5 de la Resolución por cuanto establece que el auditor debe obtener de la dirección de la sociedad manifestaciones por escrito con respecto a la razonabilidad de las hipótesis que se hayan podido utilizar para la determinación del valor razonable. Este escrito es un presupuesto de la actuación del auditor, que ya estaba contemplado en la Norma Técnica de Auditoría sobre la Carta de Manifestaciones de la Dirección. De hecho, la Resolución del ICAC establece que en esas manifestaciones escritas deberán figurar determinadas menciones que detalla el art. 5.2.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

14. VIII SEMINARIO HARVARD-COMPLUTENSE DE DERECHO MERCANTIL

La VIII edición del Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil se celebró durante los días 27, 28, 29 y 30 de septiembre de 2010 en la Harvard Law School (Cambridge, Massachusetts) con el título *Mergers and acquisitions in the*

context of the financial crisis (Fusiones y adquisiciones en el contexto de la crisis financiera). La organización del Seminario corrió a cargo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid, el Real Colegio Complutense en Harvard y el *Institute for Global Law and Policy de la Harvard Law School*. La dirección de esta octava edición fue asumida por el Profesor Juan Sánchez-Calero, con la coordinación de la Profesora Isabel Fernández Torres. Para la organización de este Seminario se contó, además, con el generoso patrocinio de *Allen & Overy, Banco de Santander, Garrigues Abogados y Asesores Tributarios, Colegio de Registradores de España e Ilustre Colegio Notarial de Madrid*, sin cuya colaboración este Seminario no podría celebrarse.

La finalidad del Seminario ha sido el estudio de algunas de las cuestiones más relevantes en el actual panorama de fusiones y adquisiciones poniendo en común la experiencia europea, especialmente la española, con la norteamericana. La pertinencia del tema se justifica, en primer lugar, por las recientes reformas legislativas nacionales a través de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, así como por el nuevo Real Decreto-legislativo 1/2010 por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. En segundo lugar, por la relevancia que este tipo de operaciones adquiere en el actual panorama de crisis financiera global.

A través de las distintas ponencias y comunicaciones presentadas en el Seminario se pusieron de manifiesto algunos de los principales problemas que presentan las modificaciones estructurales tanto en el sistema nacional como en el marco estadounidense. La gran calidad de todas las intervenciones y los debates a que éstas dieron lugar permitieron abordar un amplio abanico de cuestiones, afrontando algunos de los temas más controvertidos que se plantean en el Derecho societario, en el marco de procedimientos concursales, así como problemas de política legislativa.

La apertura del Seminario tuvo lugar en la mañana del 27 de septiembre por parte del Profesor Juan Sánchez-Calero, contando con la presencia del Profesor Ángel Sáenz Badillos, Director del Real Colegio Complutense en Harvard, quien agradeció a todos los presentes su asistencia y se congratuló por el éxito y la calidad que, año tras año, viene teniendo este Seminario. A continuación, comenzó la sesión con la ponencia de la Profesora Juana Pulgar Ezquerro (Catedrática Derecho Mercantil UCM) bajo el título "*Creditor's opposition to corporate restructuring proceedings* (El derecho de oposición de los acreedores en los procedimientos de modificación estructural)". En su intervención la Profesora Pulgar abordó desde la perspectiva del Derecho concursal la cuestión relativa al procedimiento de identificación del crédito y la acreditación de la condición de acreedor en el concurso, poniendo de manifiesto la problemática de la cuestión dado que la ley no prevé un procedimiento ni judicial ni extrajudicial para ello. Asimismo, planteó la controversia suscitada en torno al modo de ejercitar el derecho de oposición de los acreedores cuando un convenio concursal contiene modificaciones estructurales.

A continuación, tuvo lugar la intervención de los Profesores Juan Sánchez-Calero (Catedrático Universidad Complutense de Madrid) e Isabel Fernández Torres (Universidad Complutense de Madrid) que, centrándose en el análisis de las adquisiciones

apalancadas y posterior fusión, dividieron su ponencia en dos partes. En una primera exposición con el título “El art. 35 LME: Una solución desafortunada que reclama una pronta reforma”, el Profesor Sánchez-Calero planteó los principales problemas que suscita la redacción, en términos imprecisos, del art. 35 de la LME que regula las fusiones posteriores a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente. Prestó especial atención a los términos más confusos (“tres años”, “control”, “esenciales”) y al tratamiento que da la ley al informe de expertos sobre el proyecto de fusión. La segunda parte de la ponencia fue asumida por la Profesora Isabel Fernández Torres que habló sobre “El difícil control de la legalidad de la fusión apalancada” con especial incidencia en la responsabilidad de los administradores en este tipo de operaciones, especialmente cuando como consecuencia de ellas la sociedad se encuentra en situaciones de solvencia dudosa. Asimismo, hizo referencia a algunas cuestiones de Derecho concursal en este contexto, tales como la posibilidad de considerar la fusión apalancada como un hecho perjudicial para la masa o la alteración del sistema de prelación de créditos por cláusulas contenidas en los acuerdos de LBO.

Tras estas intervenciones, a las que siguió una breve pausa, David Kennedy, Profesor de la *Harvard Law School* y Director del *Institute for Global Law and Policy*, se dirigió a todos los asistentes a los que agradeció la gran respuesta mostrada ante este Seminario y reiteró la disponibilidad de la Harvard Law School para continuar su colaboración con el Departamento de Derecho Mercantil de la UCM en la organización de Seminarios y demás actividades de difusión científica.

La sesión continuó con la ponencia del Profesor Reinier Kraakman (Ezra Ripley Thayer Professor of Law, Harvard Law School) sobre “*Fraud on the Market*”. En su exposición el Profesor Kraakman afrontó los diferentes problemas que esta doctrina plantea, con atención a sus elementos fundamentales, e hizo especial incidencia en la Rule 10.b).5 de la SEC. Además, expuso un estudio sobre la evolución de la doctrina de *fraud on the market* desde su aparición en 1988 en el caso “Basic” hasta la actualidad. Con la ponencia del Profesor Kraakman se puso fin a la primera sesión del Seminario emplazando a los asistentes para primera hora de la mañana del día siguiente.

La segunda sesión, el martes 28 de septiembre, comenzó con la comunicación sobre “*The merger balance sheet in case of absorption of companies owned in more than 90%* (El balance de fusión en las sociedades participadas en más de un 90%)” del Profesor Emilio Díaz Ruiz (Universidad Complutense de Madrid) en la que estudió los problemas que plantea el juego del art. 37 con los arts. 50 y siguientes de la LME. A continuación, la Profesora M.^a Teresa Martínez Martínez (Universidad Complutense de Madrid) presentó su comunicación “*Contents of the unanimous shareholders’ agreement of merger (arts. 42 & 45 LME)* [El contenido del acuerdo unánime de fusión (arts. 42 y 45 LME)]” con exposición de las principales vicisitudes que suscita el acuerdo unánime de fusión, especialmente en lo que respecta a su contenido y a las garantías de socios y acreedores. Seguidamente, Ignacio Signes de Mesa (Tribunal de Justicia de la Unión Europea) con su comunicación “*Mergers & Acquisitions after the credit crunch in the EU* (Fusiones y Adquisiciones tras la crisis financiera en la Unión Europea)” abordó las modificaciones estructurales en Europa desde la perspectiva del Derecho de la competencia. La última comunicación de este primer bloque corrió a

cargo de M.^a Dolores Conde Ruano (Abogado, Banco Santander) quien, en su comunicación *Credit Institution's Restructuration*. (Reestructuración de entidades financieras), abordó la cuestión de la reestructuración de entidades financieras en España como consecuencia de la crisis, poniendo el acento en el escaso nivel de ayudas e intervención que las entidades nacionales han necesitado.

Tras una breve pausa, se retomó la sesión con la ponencia "*Freeze-out Mergers in Spanish corporate reorganizations* (Las "freeze-out mergers" en la reestructuración de sociedades en España) de Luis Fernández del Pozo (Registrador Mercantil de Barcelona. Catedrático Universidad de Cataluña), en la que explicó el funcionamiento de este tipo de operaciones en las que el socio de control de una sociedad aprovecha una fusión para expulsar al minoritario por amortización y que forma parte del sistema norteamericano desde mediados del siglo xx. Además, expuso los problemas que la admisión de una operación de este tipo podría plantear en nuestro ordenamiento a la vista del enfrentamiento entre la continuación en la participación del art. 24 de la LME y la igualdad de trato del art. 97 de la LSC, frente al procedimiento de los arts. 293 y 329 de la LSC, proponiendo como posible solución el mecanismo de la compraventa forzosa del art. 15 de la Directiva de OPAs.

La sesión prosiguió con la comunicación del Profesor Andrés Gutiérrez Gilsanz (Universidad Rey Juan Carlos I) sobre "*Global assignment of assets and liability in the context of bankruptcy* (Cesión global de activo y pasivo y responsabilidad en el marco del concurso)". A continuación, la Profesora Carmen Galán López (Universidad Complutense de Madrid) habló sobre la escisión parcial en sociedades en concurso y las acciones de reintegración en su comunicación "*Rescission suits and their effects on the insolvent company's partial splits* (Las acciones de reintegración y su incidencia en la escisión parcial llevada a cabo por la sociedad concursada)". Seguidamente, la Profesora Cristina Escribano Gámir (Universidad de Castilla-La Mancha) presentó su comunicación "*Liabilities transferred to beneficiary entities in split off transactions* (Responsabilidad de las sociedades beneficiarias de la escisión)", a la que siguió la intervención del Profesor Javier Martínez Rosado (Universidad Complutense de Madrid) con el título "*Mergers and other restructuring operations as a means to avoid the bankruptcy of a credit institution* (Las fusiones y otros medios de reestructuración como medio de evitar el concurso de la entidad de crédito)". La última comunicación de la jornada corrió a cargo de Javier Megías López (Universidad Complutense de Madrid) que, con el título "*Mergers and acquisitions and Independent Directors: the role of the special Committee for mergers and acquisitions* (Fusiones y adquisiciones y consejeros independientes. El papel del Comité especial para fusiones y adquisiciones)", estudió el papel del consejero independiente en las fusiones y adquisiciones prestando especial atención al Comité Especial para fusiones y adquisiciones, formado por consejeros independientes y que tiene un amplio desarrollo en Estados Unidos.

La tercera jornada del Seminario, del día 29 de septiembre, comenzó con la ponencia "*Corporate reorganization during the Insolvency proceeding: business transmission as insolvency covenant* (Las modificaciones estructurales societarias en el concurso: la transmisión de empresa como contenido del convenio concursal)" de la Profesora Carmen Alonso Ledesma (Catedrática de Derecho Mercantil UCM) en la que, prestando especial atención a algunos aspectos de este convenio, que son proble-

máticos y no unánimes en la doctrina, abordó la posibilidad de un convenio cuyo contenido sea una cesión global de activo y pasivo. Igualmente, estudió la naturaleza de este negocio y el problema en torno a la incardinación del tercero, así como el alcance de la asunción del pasivo en este tipo de operaciones. La exposición de la problemática se centró también en el tratamiento de las acciones rescisorias y la posibilidad de su transmisión, e hizo referencia al plan de viabilidad para la continuación de la actividad empresarial como exigencia prevista en el art. 100.5 de la L.Conc.

La jornada se retomó tras una pausa con la presentación por parte de Rodrigo Tena (Notario, Ilustre Colegio de Notarios de Madrid) de la ponencia "*Juridical instinct v. economic analysis with some comments on corporate reorganizations* [Instinto jurídico contra análisis económico (con un comentario sobre las modificaciones estructurales)]", en la que, apartándose de la línea de análisis del Derecho positivo de las demás ponencias del Seminario estudió la evolución y las implicaciones del análisis económico del Derecho, desarrollado de manera muy significativa durante los últimos años. Del mismo modo, y con acierto, planteó la conveniencia de aplicar este tipo de análisis a las distintas situaciones y los límites que, en caso de ser necesario, habrían de establecerse.

A continuación se abrió el turno de comunicaciones siendo la Profesora María Rosa Tapia Sánchez (Universidad Rey Juan Carlos I) la primera en intervenir con su comunicación "*Transfer of credits and debts in case of sale of the company in the course of the crisis* (La transmisión de créditos y deudas en la compraventa de empresa en el marco de la crisis)", defendiendo la figura de la compraventa de empresa en la crisis empresarial. Tras ella el Profesor José Luis Colino Mediavilla (Universidad Complutense de Madrid) abordó la particular situación de las Cajas de Ahorro españolas en la actual crisis con la comunicación "*Savings Banks in the context of the financial crisis* (Las cajas de ahorro en el contexto de la crisis financiera)". La siguiente comunicación corrió a cargo de Cristina Guerrero Trevijano (Universidad Complutense de Madrid) que a través de su comunicación "*Director's Duty of Care and the Business Judgment Rule in Mergers and Acquisitions* (El deber de diligencia de los administradores y la Business Judgment Rule en los procesos de fusiones y adquisiciones)" expuso los problemas que plantea la diligencia debida por los administradores en las fusiones y adquisiciones, junto con los diferentes criterios de revisión por los tribunales de dicha diligencia en el Derecho norteamericano. A continuación, Eva Recamán Graña (Universidad Complutense de Madrid) presentó la comunicación "*Directors' liability in relation to establishing the Exchange ratio in the merger. Developing the project and unexpected circumstances* (Responsabilidad de los administradores en relación con la fijación del tipo de canje en la fusión. Elaboración del proyecto y circunstancias sobrevenidas)" con incidencia en cómo coordinar la acción individual de responsabilidad con la impugnación prevista en la LME. La última comunicación del día, "*Mac clauses possible difficulties in the acquisition contracts* (Las cláusulas MAC en los contratos de adquisición)" presentada por Blanca Villanueva García-Pomareda (Universidad Complutense de Madrid) planteó las dificultades de incorporar a nuestro Derecho de obligaciones este tipo de cláusulas, de origen norteamericano y con gran importancia en situaciones de crisis, a pesar de su relación con la cláusula *rebus sic stantibus*.

La última jornada del Seminario comenzó con la ponencia del Profesor Guhan Subramanian (Joseph Flom Professor of Law & Business, Harvard Law School, and H. Douglas Weaver Professor of Business Law, Harvard Business School) bajo el título “*Mergers and Aquisitions in the Financial Crisis: What Happened to the Rule of Law?*”. En su intervención, el Profesor Subramanian a través del análisis de tres de los casos más relevantes de los últimos años (*JPMorgan y Bear Sterns; Citigroup y Wachovia; y Bank Of America y Merrill Lynch*), puso de manifiesto los abusos e irregularidades que, con motivo de la crisis, se han cometido especialmente por el propio gobierno norteamericano. En esa línea, expuso las principales características que la *Dodd-Frank Wall Street Reform Act* de 2010 plantea, de manera particular en lo que se refiere a la limitación del poder de actuación del gobierno en situaciones de emergencia y a las garantías procesales que se han de cumplir.

A continuación, la Profesora Olga María Fradejas (Universidad Complutense de Madrid) presentó su comunicación “*Creditors agreement failure and structural modifications* (Incumplimiento del convenio con modificación estructural)”. Seguidamente, el Profesor Georges Triantis (Eli Goldston Professor of Law, Harvard Law School) intervino con su ponencia “*Strategic Vagueness in Contract Design: The Case of Corporate Acquisitions*” en la que expuso la problemática en torno a la formación y el cumplimiento de los contratos, con especial referencia a los costes y beneficios derivados de los distintos grados de concreción de los contratos en el contexto de las adquisiciones.

La última sesión de Comunicaciones del Seminario comenzó con la presentación por parte de la Profesora María Sierra Flores Doña (Universidad Complutense de Madrid) de la comunicación “*The European Systemic Risk Board* (La Junta Europea de Riesgo Sistémico)” en la que explicó las características esenciales de este macro-órgano de dirección y ordenación de los mercados financieros europeos. Finalmente, el Profesor Javier Arias Navarro (Universidad Rey Juan Carlos I) presentó su comunicación “*Refinancing, structural modifications and take-over bids* (Refinanciación, modificaciones estructurales y ofertas públicas de adquisición)” centrándose en el estudio de las tomas de control como mecanismo de superación de crisis empresariales.

El Seminario concluyó el día 30 de septiembre con la clausura por parte de Ángel Sáenz Badillos y Carmen Alonso Ledesma, quien agradeció a todos los asistentes su participación e interés en esta VIII edición del Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil. Del mismo modo, destacó la enorme calidad de todas las ponencias y comunicaciones presentadas e incidió en la importancia de los interesantes debates y cuestiones planteadas al hilo de las diferentes intervenciones, tomando los asistentes parte activa en el Seminario, aportando soluciones y ofreciendo perspectivas diferentes a los problemas planteados, lo cual permitirá mayor investigación en los distintos temas tratados. Todo ello ha dotado a este Seminario de una gran distinción que, sin lugar a dudas, se verá reflejada en las publicaciones que tendrán lugar como resultado de él.

Cristina Guerrero Trevijano

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— OBRAS GENERALES

BUZELAY, A., “Qu’en est-il des stratégies de régulation impulsées par la crise?”, *Revue du Marché Commun et de l’Union Européenne*, núm. 531 (2009), p. 495.

SPOLIDORO, M.S., “Bilancio redatto secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS e capitale sociale”, en *Rivista delle Società*, fasc. 5 (2010), p. 1139.

— NORMATIVA DE LA UE EN MATERIA BANCARIA

AMTENBRINK, F./DE HAAN, J., “Regulating credit ratings in the European Union: A critical first assessment of regulation 1060/2009 on credit rating agencies”, en *CMLR*, núm. 6 (2009), p. 1915.

BOURRINET, J., “L’évolution de la zone euro au travers de la plasticité de ses frontières”, en *Revue du Marché Commun et de l’Union Européenne*, núm. 532 (2009), p. 587.

COIBION, A./DESSY, E., “La réforme des services financiers en Europe un an après le début de la crise”, en *JDE*, núm. 161 (2009), p. 194.

MAYES, D.G., “Some Rules for Cross-Border Banks in Europe”, en *European Business Organization Law Review* (2009), p. 213.

MOUBSIT, H., “Réflexions sur le projet d’ordonnance portant transposition de la Di-

rective relative au Droit de vote des actionnaires”, en *LPA*, núm. 150 (2010), p. 10.

MUNROE, N./CRIVELLARO, P., “Credit History Information: One of the Key Pillars of the European Financial Infrastructure”, en *Euredia*, núm. 2 (2010), p. 243.

NOYER, C., “Les défis de la nouvelle architecture de la supervision européenne”, en *Euredia*, núm. 2 (2010), p. 151.

RAUDE, V., “Une nouvelle ‘Constitution financière’ pour l’Europe”, en *Gestion et finances publiques*, núm. 3-4 (2010), p. 263.

SOLTÉSZ, U./VON KÖCKRITZ, C., “From State Aid Control to the Regulation of the European Banking System-DG Comp and the Restructuring of Banks”, en *ECJ*, núm. 1 (2010), p. 285.

TIMMERMANS, C., “Impact of EU Law on International Company Law”, en *European review of private Law*, núm. 3 (2010), p. 549.

— ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

BASINI, G.F., “Il ‘patto contrario’ previsto all’art. 1295 c.c. e il divieto di patti successori”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 4, parte 2.^a, (2010), p. 508.

MINNECI, U., “Il regime dei debiti nell’ambito delle cessioni aggregate di cui alla liquidazione coatta bancaria”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 5, parte 2.^a, (2010), p. 520.

— **BANCOS**

MÜLBERT, P.O., “Corporate Governance of Banks”, en *European Business Organization Law Review* (2009), p. 411.

— **ÓRGANOS DE VIGILANCIA
Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD
BANCARIA**

AMTENBRINK, F./VAN DUIN, K., “The European Central Bank before the European Parliament: theory and practice after 10 years on monetary dialogue”, en *European Law Review*, núm. 4 (2009), p. 561.

SALANITRO, N., “La legittimazione all’opposizione avverso i provvedimenti applicativi di sanzioni amministrative pecuniarie nel settore bancario e nel settore finanziario”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 4, parte 2.^a, (2010), p. 470.

— **SECRETO BANCARIO (INFORMACIONES DE LA BANCA)**

BODELLINI, M., “Le fiduciarie svizzere e le fiduciarie italiane al banco di prova del sistema antiriciclaggio”, en *Diritto del commercio internazionale* (2009), p. 109.

— **BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)**

HÜPKES, E., “‘Form Follows Function’- A New Architecture for Regulating and Resolving Global Financial Institutions”, en *European Business Organization Law Review* (2009), p. 369.

PISTOR, K., “Sovereign Wealth Funds, Banks and Governments in the Global Crisis: Towards a New Governance of Global Finance?”, en *European Business Organization Law Review* (2009), p. 333.

— **CONTRATOS BANCARIOS**

ALPA, G., “Le clausole vessatorie nei contratti con i risparmiatori”, en *Rivista di Diritto Privato*, núm. 3 (2009), p. 9.

ANDREU, L., “Réflexions sur la nature juridique de la compensation”, en *Revue trimestrielle de Droit commercial et de Droit économique*, núm. 4 (2009), p. 655.

BACCETTI, N., *Creditori extracontrattuali, patrimoni destinati e gruppi di società*, Milán (2009), pp. XV-708.

BAR, C./CLIVE, E., *Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law Draft Common Frame of Reference (DCFR)*, Munich (2009).

BOILLOT, C., “L’obligation de ne pas faire: étude à partir du droit des affaires”, en *Revue trimestrielle de Droit commercial et de Droit économique*, núm. 2 (2010), p. 243.

CEVALLINI, C., “Azione collettiva risarcitoria e controversia finanziaria”, en *Rivista delle Società*, fasc. 5 (2010), p. 1115.

CIANCI, A.G., “La devoluzione allo stato dei beni relativi ai rapporti bancari dormienti e la destinazione al fondo per la tutela dei risparmiatori”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 5, parte 1.^a, (2010), p. 637.

CORNUT, C., “Garantie des dépôts, crise et tabous”, en *Euredia*, núm. 2 (2010), p. 157.

COVIELLO, A., “Il ruolo della bancassurance nella distribuzione delle polizze assicurative”, en *Assicurazioni*, núm. 2 (2010), p. 201.

CRESPO RODRÍGUEZ, M., “La obligación de interlocución telemática en servicios al público de especial trascendencia”, en *Noticias de la Unión Europea*, núm. 310 (2010), p. 59.

DENIS, L., “Pour une vision européenne concertée de la tarification bancaire”, en *Euredia*, núm. 2 (2010), p. 275.

DOORLEY, J., “Transparency of bank account fees: the point of view of a consumer representative”, en *Euredia*, núm. 2 (2010), p. 269.

GIUZZI, G., “Chi ha paura dell’ABF? (una breve risposta a ‘La giustizia nei rapporti bancari finanziari. La prospettiva dell’ADR’”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 5, parte 1.^a, (2010), p. 665.

HOFMANN, G.P., “Transparency of bank account fees: the point of view of the industry”, en *Euredia*, núm. 2 (2010), p. 263.

LO GIUDICE, S., “The EU framework for settlement finality: its past, present and future”, en *Euredia*, núm. 2 (2010), p. 181.

LORCA MORALES, T., “El intercambio de información en las asociaciones empresariales: hasta dónde es posible llegar sin incurrir en una infracción del derecho de la competencia”, en *Gaceta Jurídica de la Unión Europea y de la Competencia*, núm. 18 (2010), p. 60.

MARTÍN REYES, M.^a A., “La insolvencia de las sociedades de capital y la exigencia de responsabilidad a sus administradores”, en *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 277 (2010), p. 835.

MIRONE, A., “L’evoluzione della disciplina sulla trasparenza bancaria in tempo di crisi: istruzioni di vigilanza, credito al consumo, commissioni di Massimo scoperto”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 5, parte 1.^a, (2010), p. 557.

— CUENTA CORRIENTE

ACCETTELLA, F., “La ‘depurazione’ del saldo del conto corrente dagli interessi anatocistici (tra assenza di estratti conto ed irrilevanza dei c.d. ‘conti d’ordine’”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 5, parte 2.^a, (2010), p. 631.

— GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

BALLUGERA GÓMEZ, C., “La inscripción en el Registro de Condiciones Generales

de la STS de 16 de diciembre de 2009 sobre cláusulas abusivas en las hipotecas”, en *La Ley*, núm. 7469 (16 de septiembre de 2010).

BARNES, J.G./BYRNE, J.E., “Letters of credit”, en *The Business Lawyer*, núm. 4 (2010), p. 1267.

LOI, K., “Mortgagees Exercising Power of Sale: Nonfeasance, Privilege, Trusteeship and Duty of Care”, en *Journal of Business Law*, núm. 7 (2010), p. 576.

MURINO, F., “Considerazioni sull’escusione della garanzia finanziaria pignoratizia mediante appropriazione o vendita alla luce di una recente pronuncia del Privy Council”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 5, parte 2.^a, (2010), p. 543.

NAPPI, F., “Un tentativo (non convincente) di ‘definitivamente chiarire’ la differenza tra fideiussione e Garantievertrag”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 4, parte 2.^a, (2010), p. 425.

— OTROS SERVICIOS FINANCIEROS. TARJETA DE CRÉDITO

VELTRI, S.C./CAVANAGH, G., “Payments”, en *The Business Lawyer*, núm. 4 (2010), p. 1241.

— CONTRATO DE LEASING

ALFONSO SÁNCHEZ, R., “Caracterización jurídica del contrato de *renting*”, en *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 277 (2010), p. 899.

DERECHO BURSÁTIL

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES DE LA UE

BARRIÈRE, F., “Le whistleblowing-À propos de l’arrêt du 8 décembre 2009 de la Chambre sociale de la Cour de cassation”, en *Revue des Sociétés*, núm. 9 (2010), p. 483.

BECK, R./FIDORA, M., “Sovereign Wealth Funds-Before and Since the Crisis”, en *European Business Organization Law Review* (2009), p. 353.

CARBONE, S.M., “‘Golden share’ e fondi sovrani: lo Stato nelle imprese tra libertà comunitarie e diritto statale”, en *Diritto del commercio internazionale* (2009), p. 503.

CERRATO, S.A.; “Un debutto ‘stonato’ per la ‘nuova’ class action italiana”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 5, parte 2.^a, (2010), p. 619.

COMMITTEE ON CORPORATE LAWS, “Report on the Roles of Boards, of Directors and Shareholders of Publicly Owned Corporations and Changes to the Model Business Corporation Act-Adoption of Shareholder Proxy Access Amendments to Chapters 2 and 10”, en *The Business Lawyer*, núm. 4 (2010), p. 1105.

COMMITTEE ON CORPORATE LAWS, “Changes in the Model Business Corporation Act-Amendments to Shareholder Voting Provisions Authorizing Remote Participation in Shareholder Meetings and Bifurcated Record Dates”, en *The Business Lawyer*, núm. 4 (2010), p. 1119.

COMMITTEE ON CORPORATE LAWS, “Changes in the Model Business Corporation Act-Proposed Amendments to Permit Limitations on Separate Group Voting Rights on Certain Mergers, to Delink Voting and Appraisal Rights, and to Make Related Changes”, en *The Business Lawyer*, núm. 4 (2010), p. 1121.

CHAMBLEE BURCH, E., “Securities Class Actions as Pragmatic Ex Post Regula-

tion”, en *Georgia Law Review* (2008-2009), p. 63.

ENGSIG SORENSEN, K., “Disclosure in EU Corporate Governance: A Remedy in Need for Adjustment?”, en *European Business Organization Law Review* (2009), p. 255.

FARRANDO MIGUEL, I., “La reforma del régimen de participaciones significativas en entidades del mercado financiero y las ‘otras’ modificaciones introducidas por la Ley 5/2009, de 29 de junio”, en *Noticias de la Unión Europea*, núm. 309 (2010), p. 127.

GEORGOSOULI, A., “The Revision of the FSA’s Approach to Regulation: An Incomplete Agenda?”, en *Journal of Business Law*, núm. 7 (2010), p. 599.

GÖPPERT, J., *Die Reichweite der Business Judgment Rule bei unternehmerischen Entscheidungen des Aufsichtsrats der Aktiengesellschaft*, Berlín (2010), 163 pp.

MAGNIER, V., “L’Affaire Vivendi entre rêve américain et cauchemar-À propos de l’arrêt de la cour d’appel de Paris du 28 avril 2010”, en *Revue des Sociétés*, núm. 7 (2010), p. 351.

RECALDE, A./SCHÖNNENBECK, P., “La Ley alemana sobre la proporcionalidad de la remuneración de los miembros de la dirección en las sociedades anónimas”, en *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 277 (2010), p. 1065.

SPADA, P./COSSU, M., “Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente-divagazioni del giurista sul mercato finanziario”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 4, parte 1.^a, (2010), p. 401.

THOMSEN, S., “Should Private Equity Be Regulated?”, en *European Business Organization Law Review* (2009), p. 97.

ZETZSCHE, D., “Hidden Ownership in Europe: BAFIN’S Decision in Schaeffler v. Continental”, en *European Business Organization Law Review* (2009), p. 115.

— OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL

PACLOT, Y., “La commission des sanctions de l’AMF et les principes du procès équitable, Com. 19 janv. 2010”, en *Revue des Sociétés*, núm. 7 (2010), p. 387.

RELMY, J.-P., “Impartialité et autorité des marchés financiers: de l’impartialité personnelle à la partialité structurelle?”, en *Revue trimestrielle de Droit commercial et de Droit économique*, núm. 1 (2010), p. 29.

— RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN DE LOS MERCADOS

GHEZZI, F., “Legami personali tra intermediari finanziari e diritto della concorrenza. Sull’opportunità di introdurre un specifico divieto ‘anti-interlocking’ nell’ordinamento italiano”, en *Rivista delle Società*, fasc. 5 (2010), p. 997.

SARTORI, F., “Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell’effettività delle regole di condotta”, en *Rivista di Diritto Privato*, núm. 3 (2009), p. 93.

— CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL

DE NOVA, G., “I contratti derivati come contratti alieni”, en *Rivista di Diritto Privato*, núm. 3 (2009), p. 15.

GENTILI, A., “Inadempimento dell’intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento”, en *Rivista di Diritto Privato*, núm. 3 (2009), p. 23.

GRECO, F., “Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell’intermediazione finanziaria”, en *Quaderni di Banca Borsa e Titoli di Credito*, núm. 32 (2009), pp. IX-144.

MAFFEIS, D., “La natura e la struttura dei contratti di investimento”, en *Rivista di Diritto Privato*, núm. 3 (2009), p. 67.

PERRONE, A., “Regole di comportamento e tutele degli investitori. Less is more”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 5, parte 1.^a, (2010), p. 537.

PHALIPPOU, L., “Private Equity Fund Compensation Contracts and Their Incentive Effects”, en *European Business Organization Law Review* (2009), p. 465.

PRESTI, G., “Le agenzie di rating: della protezione alla regolazione”, en *JUS* (2009), p. 65.

— OPAS

JACQUEMIN, H., “Le patriotisme économique à l’épreuve du droit communautaire”, en *JDE*, núm. 163 (2009), p. 265.

— RÉGIMEN DE LOS INSIDER

CONAC, P.-H., “La Cour de justice facilitant la répression des opérations d’initiés en établissant une présomption réfragable d’utilisation induite de l’information privilégiée, CJUE 23 déc. 2009”, en *Revue des Sociétés*, núm. 5-6 (2010), p. 325.

DEZEUZE, E., “Le motif impérieux des opérations étranger à l’information privilégiée, fait justificatif du manquement d’initié, Com. 23 mars 2010”, en *Revue des Sociétés*, núm. 5-6 (2010), p. 320.

RONTCHEVSKY, N., “Panorama et synthèse de la jurisprudence récente relative aux infractions d’initié”, en *Revue trimestrielle de Droit commercial et de Droit économique*, núm. 2 (2010), p. 395.

— SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN

BODELLINI, M., “Hedge Funds, di diritto sammarinese: innovazioni normative e forme di investimento alternative rispetto al modello italiano”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 4, parte 1.^a, (2010), p. 491.

MAUGERI, M., “Esternalizzazione di funzioni aziendali e ‘integrità’ organizzativa nelle imprese di investimento”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 4, parte 1.^a, (2010), p. 439.

PURPURA, L., “Strumenti finanziari e dovere di informazione degli intermediari: un ‘moderno’ approccio giurisprudenziale a con-

fronto con la normativa post MIFID”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 5, parte 1.^a, (2010), p. 609.

TÍTULOS VALORES

— VALORES MOBILIARIOS

DARMSTADTER, H., “Investment Securities”, en *The Business Lawyer*, núm. 4 (2010), p. 1283.

GINEVRA, E., “Ancora sulla sottoscrizione di nuove azioni (in rapport alla modifica dell’organizzazione sociale)”, en *Rivista delle Società*, fasc. 5 (2010), p. 1035.

ACCIONES

MARJALUT, Y., “La privation de la faculté de lever des options de souscription ou d’achat d’actions: une nouvelle sanction pécuniaire prohibée par le droit social, Soc. 21 oct. 2009”, en *Revue des Sociétés*, núm. 9 (2010), p. 505.

REDONDO TRIGO, F., “La causa en los contratos de compraventa de acciones. A propósito de la sentencia del Tribunal Supremo, de 21 de diciembre de 2009”, en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 720 (2010), p. 1903.

REYGROBELLET, A., “Le crédit-bail portant sur les parts sociales d’une société immobilière”, en *Revue des Sociétés*, núm. 8 (2010), p. 419.

OBLIGACIONES

CIOCCA, N., “Presentazione di assegno in stanza di compensazione e girata per l’incasso”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 4, parte 2.^a, (2010), p. 476.

— TÍTULOS CAMBIARIOS

LETRA DE CAMBIO

BRIOLINI, F., “Cambiale”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 4, parte 1.^a, (2010), p. 418.

CHEQUE

CIOCCA, N., “Smarrimento dell’assegno da parte del giratario per l’incasso, accreditalimento ‘salvo incasso’ e danni risarcibili”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 5, parte 2.^a, (2010), p. 619.

RECENSIONES

TÍTULO: LA COMERCIALIZACIÓN POR LOS BANCOS DE PRODUCTOS FINANCIEROS DE TERCEROS

Autor: Blanca Pardo García, Cuadernos de Derecho Registral, Fundación Registral, Madrid (2009), 160 pp.

En este libro la autora analiza un problema de notable actualidad. Son cada vez más frecuentes las noticias de prensa que nos informan sobre sentencias condenatorias recaídas en procesos entablados contra los bancos por la venta de productos financieros de terceros con escasa o engañosa solvencia. El núcleo de la mayor parte de esas reclamaciones suele centrarse en la presunta infracción por parte de los bancos de la fidelidad debida a sus clientes. Ocupan efectivamente los intermediarios en este tipo de negociaciones una delicada posición ya que pretenden gestionar a la vez el interés del usuario o consumidor a quien ofertan el producto y facilitan la compra y también el del emisor o vendedor del mismo, cobrando a ambos una comisión. La autora pretende determinar el tipo de responsabilidad que puede derivarse por este tipo de intermediación en el caso de que los clientes sufran daños si fuese el caso, hoy frecuente, de que los productos ofrecidos no cumplan con las expectativas depositadas en ellos.

En los capítulos I, II, III y IV la autora estudia la posición del Banco en relación con sus clientes y las obligaciones que se derivan de ello para el Banco con el mismo cliente. Y es que el Banco opera en el mercado financiero emitiendo consejos o recomendaciones sobre la conveniencia de invertir en concretos o determinados productos.

Aunque los consejos dados por los Bancos a sus clientes sobre la conveniencia de invertir en un producto financiero determinado sean formalmente gratuitos, nunca lo son en realidad. Las recomendaciones del Banco se incardinan normalmente en una relación continuada de negocios por razón de un capital que ya estaba en posesión del Banco y que este aconseja invertir con la promesa implícita (aunque no conste por escrito) de obtener una mayor rentabilidad. Podemos considerar los informes, por tanto, como un deber accesorio o una prestación accesorio derivada de una relación continuada de gestión que se había venido materializando en contratos bancarios de diferente naturaleza.

Es por ello que de este consejo se derivan responsabilidades para el Banco; más todavía si fue el mismo Banco quien *motu proprio* recomendó a sus clientes invertir en determinada operación. Se derivan así pues obligaciones inspiradas en el principio de buena fe que obligan al Banco a que no sólo mire por sus propios intereses sino también por los de su cliente. El artículo 79 de la LMV impone a los Bancos que

cuiden de los intereses de sus clientes con la diligencia que observan en sus propios asuntos, lo que supone: 1) dar al cliente toda la información necesaria para que pueda tomar sus decisiones sobre las inversiones, y 2) que el Banco consiga la información necesaria sobre su cliente para poder evaluar si el producto de inversión es adecuado a su perfil de riesgo.

Ante estas obligaciones que se derivan para el Banco, la autora, en los capítulos V a VIII, determina el grado de compromiso que se le impone y por el que va a responder. Y es que, aunque la finalidad de toda obligación es la satisfacción del interés del acreedor, hay que concretar hasta dónde es aconsejable que llegue la garantía de satisfacción de ese interés por parte del deudor. Hoy puede darse por definitivamente consolidada la doctrina de que la responsabilidad por el incumplimiento de prestaciones o deberes accesorios no cubre el interés positivo del acreedor pero sí el “negativo”.

Existen en abstracto dos grandes tipos de responsabilidad que se le podría imputar al Banco: La **responsabilidad estricta**, en la que el hecho del incumplimiento genera sin más el deber de indemnizar y es típica de las obligaciones de resultado; y la **responsabilidad por culpa**, típica en cambio de las obligaciones de medios, que depende de la calidad de los actos de ejecución o del esfuerzo empeñado por el deudor. Los deberes accesorios, necesarios para que la obligación principal pueda cumplir con su función, no tienen por qué ser siempre, en efecto, de medios; pueden ser también perfectamente de resultado.

La **responsabilidad estricta**, que la autora trata en el capítulo VII, se produce sólo en atención al resultado, y exige para su apreciación prueba de los daños y la existencia de una regla que los ponga a cargo del deudor. La diligencia en este caso no libera de responsabilidad. El incumplimiento por sí solo obliga a indemnizar.

En general, explica la autora, la asignación del riesgo de incumplimiento depende normalmente del dominio o control que cada parte tenga sobre las causas que pueden materializar ese riesgo, por lo que la responsabilidad por el resultado es eficiente cuando sólo el causante puede tomar precauciones para evitar el daño. En el caso del mercado financiero, debido a su especialidad y la asimetría de información entre comprador y vendedor, el consejo del experto o Banco se hace imprescindible. Y es gracias a esta información que maneja por lo que el Banco, y no el cliente, puede anticipar mejor el riesgo de la operación y por tanto controlar su materialización a más bajo precio. Por ello, en principio, es el Banco el que debería responsabilizarse de las consecuencias de sus consejos.

Ahora bien, la imputación en todo caso al Banco de la responsabilidad por los daños sufridos por sus clientes obligaría al Banco a concertar un seguro total para afrontar todas las posibles contingencias derivadas de su recomendación o consejo, incluso las derivadas de una conducta negligente o culposa del cliente cuando engaña al banco sobre su perfil de riesgo o no sigue sus instrucciones. El coste de este seguro lo repercutiría en sus clientes, por lo que el precio del producto se vería incrementado por coste de la intermediación del Banco y acabarían pagando justos por pecadores y primándose por tanto el fraude.

Abandonada la idea de imponer en estos casos una responsabilidad por el resultado, entiende la autora en el capítulo VIII que el consejo constituye o debe calificarse más correctamente como una prestación de medios o actividad. El desacierto del con-

sejo no responsabiliza sin más al Banco, sino que eso sólo sucederá si el consejo fue **culposamente** elaborado, es decir si el Banco ha sido negligente en su elaboración. En este tipo de responsabilidad el **incumplimiento depende de la calidad media de los actos de ejecución**. Esta calidad media es un estándar: en concreto, el estándar de calidad habitual en el mercado, y para conocerlo nada mejor que acudir a los usos bancarios.

Pasa la autora a estudiar en el capítulo IX el contenido debido del consejo o recomendación pues, dice, así lo confirma el uso bancario, no hay consejo o recomendación sin el soporte de una información fiable (recopilada o generada por el propio banco) que sirva de apoyo. Esta información transmitida al cliente debe incluir los datos relativos a la seguridad del producto que se quiere adquirir ya que de otro modo el consejero del comprador, su gestor o comisionista, incurrirá en responsabilidad si se materializa el daño.

En el capítulo X, “Información de seguridad e imputación de fraude”, alega la autora, siguiendo a POSNER, que existe una obligación positiva de informar bien, pero también una negativa de no informar mal, especialmente cuando la información es de “seguridad”, cuyas notas distintivas trata de identificar la autora en el libro. Por tanto, en estos casos, aunque no se califique el deber de informar como una obligación de resultado, sino de simple esfuerzo, habrá incumplimiento y por tanto responsabilidad, no porque la información transmitida sea en sí misma defectuosa sino porque no se siguieron en la ejecución de la prestación los estándares mínimos de diligencia.

Se entiende ahora por qué tiene tanta relevancia el que el Banco actúe como agente doble, y es que si no advierte de su doble condición el ocultamiento de información pertinente es mucho más probable y desde luego reprochable. Porque si lo que se pretende con la disciplina del mandato, mediación o comisión, es facilitar la convergencia de intereses entre agente y principal, la gestión simultánea y oculta del otro interés contrapuesto no sólo abre una amplia brecha para que se produzcan maniobras fraudulentas, sino que normalmente impide al posible perjudicado (consumidor) prevenirse contra ellas, lo que conculca, todavía más directamente, la buena fe.

A partir del capítulo XI la autora critica el sistema de culpa y trata así el problema del **daño residual**: aquel daño que no puede prevenirse por diligente que sea la conducta del agente y de su cliente. No sólo la prevención total y completa es imposible, sino que la prevención excesiva es también ineficiente. La pregunta que hay que hacerse, pues, es quién deberá cargar con el inevitable riesgo residual que de ello resulta.

Propone la autora en los capítulos XII y XIII dos opciones: una opción, y atendiendo a la eficiencia, sería derivar la responsabilidad a la parte cuyo nivel de actividad, y por tanto de generación de riesgo, sea más alto. En este caso, el Banco. Otro argumento sería que el Banco goza de un mayor patrimonio y por tanto puede diluir mejor la pérdida.

Por último se plantea en el capítulo XIV una segunda forma de ajuste del riesgo más, que consiste en la traslación del riesgo al que goza de economías de escala y ventajas de especialización.

La discriminación de primas, y por tanto el diferente coste de asegurar la devolución de cada emisión, sería el mejor índice para valorar el riesgo de cada inversión.

Concluye así la autora que, de no seguirse el sistema de responsabilidad por resultado (en donde se incluye el coste del seguro por el daño residual), no estaría de más exigir que los Bancos acompañasen los precios del seguro de cada producto financiero para que los clientes pudiesen valorar adecuadamente el riesgo de cada uno de ellos y decidir si contratarlos o no.

En resumen, y ahora opinamos nosotros, estamos como se ve ante un problema de información. La exigencia de información adecuada, cuando hay asimetrías entre las partes a la hora de obtenerla, no persigue sólo restablecer el equilibrio contractual, sino garantizar que el mercado pueda cumplir con su función, esto es, asegurar la correcta asignación de bienes y servicios por el mercado y por tanto evitar la distorsión de la competencia.

Un producto cuya baja calidad haya sido disfrazada recibe una demanda excesiva, es decir, superior a la realmente deseada por los consumidores, y por ello estimula una producción (y por tanto asignación de recursos) ineficiente; es decir, un exceso de actividad. Especialmente desde la publicación del libro de F. PERTIÑEZ sobre cláusulas abusivas hemos conseguido alcanzar una más clara (o transparente) conciencia sobre este asunto (*cfr. Las cláusulas abusivas por un defecto de transparencia* —Navarra, 2004—).

Mediante la transmisión de información deficiente o la ocultación de la información veraz se introducen alteraciones subrepticias en el precio y objeto del contrato que imposibilitan el libre desenvolvimiento de la competencia y la autonomía contractual, ya que impiden a los compradores **comparar** las diferentes opciones de mercado. Es en este contexto en el que hay que situar la imposición legal de que, por ejemplo, los bancos hagan constar el TAE en sus ofertas de préstamos. Como dice un relevante autor, se requiere la transparencia en nombre de la competencia (MICKLITZ, H.W.). Todo ello sitúa en nuevo plano (objetivo) el papel de la información y la transparencia.

Isabel Fernández Torres

Doctor en Derecho

Profesor Ayudante Doctor de Derecho Mercantil

Universidad Complutense de Madrid

TÍTULO: CONTRATOS INTERNACIONALES ELECTRÓNICOS DE FONDOS DE INVERSIÓN

Autor: Raúl Lafuente Sánchez. Editorial Marcial Pons (2008), 436 pp.

Esta monografía es fruto de la adaptación y actualización de la tesis doctoral que defendió su autor el 21 de diciembre de 2007 en la Facultad de Derecho de la Universidad de Alicante. En ella, como destaca en el prólogo el profesor Manuel Desantes Real, se abordan las transacciones transfronterizas de fondos de inversión que han tenido especial importancia en la última década y cuya regulación se hace especialmente necesaria en el actual contexto de la crisis financiera internacional desatada en el verano del año 2007 y en la que vivimos sumidos desde entonces.

El examen del contenido de esta monografía nos lleva a constatar que va más allá de lo que su título sugiere inicialmente porque, como etapas previas necesarias para llegar a la contratación internacional de fondos de inversión por vía electrónica, aborda, en su capítulo I, el régimen de los Fondos de Inversión como Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM), en terminología del Derecho comunitario; o como Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), en terminología del Derecho español. Y así, va desgranando la noción de inversión colectiva, los modelos normativos de gestión de la inversión en el Derecho comparado y el régimen de sus órganos de gestión y depósito.

Seguidamente, el capítulo II expone la tipología y analiza las relaciones jurídicas que confluyen en los Fondos de Inversión y que ponen en relación a la entidad comercializadora con los partícipes y con la sociedad gestora y a los partícipes con la sociedad gestora y con el depositario. Con ocasión de este análisis, expone los documentos contractuales en que se reflejan dichas relaciones, especialmente los folletos y los reglamentos de gestión; para acabar con el examen de los distintos mecanismos de protección de los inversores en la contratación de Fondos de Inversión.

Una vez asentadas las bases de su estudio, el autor aborda el núcleo en su capítulo III sobre la contratación internacional de fondos de inversión por vía electrónica, analizando los distintos marcos jurídicos aplicables a la contratación *on line* de servicios de inversión y de Fondos de Inversión, tanto en el ámbito internacional como en el de la Unión Europea y en el ordenamiento español. Este análisis le conduce a destacar las ineficiencias que presentan los Fondos de Inversión como instrumento financiero para su comercialización transfronteriza.

Y el examen de la contratación internacional de fondos de inversión por vía electrónica conduce al autor a abordar, en el capítulo IV de su monografía, la cuestión de la

resolución de conflictos derivados de aquella contratación. Y ello a través tanto de mecanismos extrajudiciales (arbitraje comercial internacional o procedimientos alternativos de resolución de controversias en materia de consumo o ADR) como de mecanismos judiciales, con referencia al Reglamento 44/2001 y a los Convenios de Bruselas y Lugano. A raíz de estas referencias, examina los problemas relativos al derecho aplicable.

En conclusión, nos encontramos ante una obra particularmente útil en momentos de tribulación financiera, en los que la crisis global ha demostrado que gran parte de los escándalos que han dañado los intereses de millares de pequeños inversores se instrumentaron a través de comercializaciones transfronterizas de Fondos de Inversión. Por ello, conocer el régimen de esta comercialización internacional y las formas de resolución de los conflictos surgidos con ocasión de ella, resulta particularmente necesario.

Alberto Javier Tapia Hermida
Catedrático (Acreditado) de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid

ÍNDICE GENERAL DEL AÑO 2010

	N.º de revista	Página
ARTÍCULOS		
— Algunas consideraciones sobre la naturaleza jurídica de los valores depositados en un intermediario. <i>Antonio Robles Martín-Laborda</i>	117	9
— La regulación de los títulos valores emitidos individualmente en soporte electrónico. <i>Manuel Alba Fernández</i>	117	39
— La penúltima reforma del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas. La adecuación del Derecho español a la STJCE de 18 de diciembre de 2008 y otras modificaciones. <i>Esther Hernández Sainz</i> .	117	69
— Acotación del Derecho de los mercados de “valores” e “instrumentos financieros” en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros). <i>Andrés Recalde Castells</i>	118	9
— El principio de homogeneidad operativa del mercado de valores y las entidades de crédito. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i>	118	41
— La implementación de la nueva Directiva de crédito al consumo y la protección sustantiva de los usuarios de tarjeta de crédito. <i>Manuel Castilla Cubillas</i>	118	79
— Posesión, registro contable y valores negociables tabulares. <i>José Luis García-Pita y Lastres</i>	119	7
— La incorporación de las calificaciones de créditos a la regulación de los Mercados Financieros. Las NRSRO. <i>Ignacio Moralejo Menéndez</i>	119	53

	N.º de revista	Página
— Las nuevas “SOCIMI” ante el fracaso de los instrumentos de estímulo de la vivienda en alquiler en España. <i>Jesús Antonio Romero Fernández</i>	119	109
— Calificación concursal del crédito resultante de liquidación por vencimiento anticipado de un acuerdo de compensación contractual (ACC), con especial consideración del que incluya <i>swaps</i> de intereses. <i>Manuel Olivencia Ruiz</i>	120	9
— El concepto de “utilización de información privilegiada”. <i>Antonio Tapia Hermida</i>	120	65
— Las agencias de <i>rating</i> como terceros de confianza: responsabilidad civil extracontractual y protección de la seguridad del tráfico. <i>Manuel Alba Fernández y Teresa Rodríguez de las Heras Ballell</i>	120	141

CRÓNICA

— Práctica y crítica de las obligaciones de las entidades de crédito respecto de sus clientes en prevención del blanqueo de capitales. <i>María Isabel Huerta Viesca</i>	117	117
— Rescate de entidades financieras y ayudas estatales. Una necesaria relectura del caso <i>Credit Lyonnais</i> a la luz de la actual crisis mundial. <i>José Antonio Rodríguez Miguez</i>	117	141
— La suplantación de identidad en el ámbito electrónico y la defraudación de la banca electrónica. <i>Diego Cruz Rivero</i>	117	191
— ¿Cuál podría ser el modelo de <i>governance</i> en Italia? <i>Guido Alpa</i>	118	111
— El nuevo marco de supervisión financiera europea. <i>Ana Felicitas Muñoz Pérez</i>	118	119
— Comercialización transfronteriza e integración del mercado de fondos de inversión en la Unión Europea. <i>Raúl Lafuente Sánchez</i>	118	155
— La retribución de los administradores en tiempos de crisis: nuevos hechos, nuevo Derecho. <i>Tomás Vázquez Lépinette</i>	118	197

	N.º de revista	Página
— Contratos de financiación y morosidad. <i>Luis María Miranda Serrano y Javier Pagador López</i>	119	167
— La contratación de Instrumentos Financieros Derivados en Portugal: el “Contrato-Quadro de Instrumentos Financieros Derivados (CQIFD-OTC)”. <i>André de Sousa Vieira y Sofia Santos Machado</i>	119	193
— Las garantías “autoliquidables”: problemática de su ejecución en el marco del proceso concursal en el Derecho argentino. <i>Mauricio Boretto</i>	119	209
— Las sociedades anónimas de inversión en el mercado inmobiliario: efectos derivados de su deber de admisión a negociación en un mercado regulado español, miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i> .	120	181
— De nuevo sobre la naturaleza ejecutiva del proceso cambiario. <i>Federico Adan Domènech</i>	120	219
— Sistemas institucionales de protección (SIP): algunas consideraciones preliminares. <i>Íñigo Gómez-Jordana</i> .	120	233

JURISPRUDENCIA

— Presupuestos y fundamento jurídico de la impugnación de acuerdos sociales por incumplimiento de pactos parasociales. <i>David Pérez Millán</i>	117	231
— El principio de igualdad de los accionistas en los supuestos de cesión de participaciones de control. <i>Juan Ignacio Signes de Mesa</i>	118	219
— Nulidad de las cláusulas abusivas en la contratación bancaria. <i>Emilio Díaz Ruiz</i>	119	279
— La representación cambiaria: omisión de la <i>contemptatio domini</i> (Doctrina jurisprudencial reciente). <i>Nerea Iraculis Arregui</i>	120	251

	N.º de revista	Página
NOTICIAS		
— Sentencia del TJCE sobre la utilización de información privilegiada. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	117	261
— Las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI): su regulación por la Ley 11/2009. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . .	117	264
— Mujeres en los consejos de administración: el Informe de Gobierno Corporativo de la CNMV de 2008. <i>María Isabel Huerta Viesca</i>	117	268
— Gran Bretaña: exigencia de información sobre reclamaciones recibidas. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	117	272
— Nueva Circular aplicable a las sociedades de tasación. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	117	273
— Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de Servicios de Pago: transposición en España del régimen comunitario armonizado. <i>Ana García Rodríguez</i>	117	273
— Plan de actividades de la CNMV para 2010. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	117	278
— Dictamen del Banco Central Europeo sobre las propuestas de reglamentos que afectan a las nuevas autoridades europeas en materia financiera. <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i>	117	280
— Gran Bretaña: hacia una mayor concreción en las medidas de gobierno corporativo. <i>Fernando Barco</i> . .	117	280
— Propuesta de actualización del Código Unificado de Buen Gobierno. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	117	281
— La Directiva 2009/138/CE de seguros (Solvencia II). <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	117	282
— Nueva Circular para establecimientos de cambio de moneda. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	117	288
— Informe de la <i>Task Force</i> emitido por el Comité de Gobierno Corporativo de la Sección de Derecho Mercantil de la <i>American Bar Association</i> (ABA) sobre delimitación de funciones y responsabilidades en las grandes empresas. <i>Mónica Fuentes Naharro</i>	117	289

	N.º de revista	Página
— Modificaciones legislativas que afectan a los mercados financieros en la futura Ley de Economía Sostenible. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	117	290
— Estudio sobre la retribución de los consejeros independientes. <i>Elisa Lucas Martín</i>	117	292
— Consulta sobre el Estatuto de la Sociedad Europea. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	118	241
— La reforma de la regulación de los Fondos de Titulización por el Real Decreto-ley 6/2010. En particular, el Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	118	242
— Resolución de 16 de febrero de 2010 de la Presidencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la que se crea su sede electrónica. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i>	118	245
— Gran Bretaña: Informe parlamentario en materia de OPAs. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	118	246
— Real Decreto-Ley 5/2010, de 31 de marzo. Prolongación de la Disposición Adicional única del RDL 10/2008. Protección de ciertas empresas despatrimonializadas. <i>Daniel Rodríguez Ruiz de Villa</i>	118	249
— Sobre las nuevas exigencias de estructura organizativa y procedimientos de control interno requeridas a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y a las sociedades de inversión. <i>Carmen Rojo Álvarez Manzaneda</i>	118	254
— Doctrina jurisprudencial sobre productos financieros complejos: la Sentencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo de 22 de diciembre de 2009. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	118	259
— Sentencia sobre el consentimiento en el tratamiento de datos personales. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	118	267
— Incidencia en el sector financiero de las medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo adoptadas por el Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril. <i>Carmen Rojo Álvarez Manzaneda</i>	118	268
— La posibilidad de comprar los derechos de voto de las acciones en el régimen de la Ley de Sociedades Anónimas. <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i>	118	271

	N.º de revista	Página
— La intervención del auditor y la separación de patrimonios en los servicios de inversión. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	118	273
— La Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España lanzan el portal de educación financiera <i>www.finanzasparatodos.es</i> . <i>Carmen Rojo Álvarez Manzaneda</i>	118	275
— Investigación Parlamentaria en Estados Unidos sobre las causas de la crisis financiera. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	118	277
— Hacia la conexión de los Registros Mercantiles europeos. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	119	309
— Desarrollo reglamentario del régimen de los servicios de pago y de las entidades de pago: el Real Decreto 712/2010 y la Orden EHA/1608/2010. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	119	310
— El Real Decreto 749/2010, de 7 de junio, y sus modificaciones al Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i>	119	313
— Tratamiento concursal de los créditos derivados de instrumentos financieros: conclusiones de los Jueces de lo Mercantil de Barcelona. <i>Alberto Sainz de los Terreros Hernández</i>	119	315
— Comunicación de la Comisión Europea sobre “Bank Resolution Funds”. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	119	320
— Desarrollo reglamentario de las normas de protección de la clientela en los servicios de inversión: la Orden EHA/1665/2010, sobre tarifas y contratos-tipo, y la Orden EHA/1717/2010, sobre publicidad. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	119	321
— Estado actual del proceso de reforma de la compensación y liquidación bursátil en España. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i>	119	326
— Publicada la reforma de la Ley de Auditoría y de aspectos importantes de la LSA y la LMV. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	119	328

	N.º de revista	Página
— Un breve comentario a la reciente Sentencia de 26 de febrero de 2010 de la <i>Delaware Court of Chancery</i> en el asunto <i>Selectica, Inc. Vs Versara Enterprises, Inc.</i> : A vueltas con la nueva generación de Poison Pills. <i>Luis Cazorla González-Serrano</i>	119	331
— Publicada la Ley de Sociedades de Capital. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	119	336
— Creación del Grupo de Usuarios de Servicios Financieros. <i>Isabel Fernández Torres</i>	119	338
— Iniciativas sobre posiciones cortas. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	119	338
— Mediación de seguros y reaseguros privados: desarrollo de la Ley 26/2006 por el Real Decreto 764/2010. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	119	339
— Transposición de la Directiva 2009/65/CE sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). <i>Fernando Sánchez Calero</i>	119	341
— Modificaciones en el régimen aplicable a la publicidad de servicios y productos bancarios. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	119	343
— La nueva regulación de las agencias de calificación crediticia en los EE.UU. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	119	344
— Participaciones en entidades de crédito: nueva Circular. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	120	277
— Los principios del Consejo de Estabilidad Financiera para reducir la dependencia de los intermediarios financieros en las calificaciones de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de <i>Rating</i>). <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	120	278
— Nueva Ley del Mercado de Valores adoptada en Venezuela. <i>Alfredo Morles Hernández</i>	120	280
— La eliminación del control administrativo previo de la publicidad de los productos bancarios en la Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio. <i>Manuel Castilla Cubillas</i>	120	284
— El derecho de información sometido a debate. <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i>	120	289

	N.º de revista	Página
— Circular sobre publicidad bancaria. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	120	291
— Publicación por la CNMV de una Guía sobre Catalogación de los Instrumentos Financieros como Complejos o No Complejos. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> .	120	292
— Aprobado el Real Decreto regulador de las cuentas anuales consolidadas. <i>Mónica Fuentes Naharro</i> ..	120	294
— Acción individual: falta de legitimación de los síndicos (y de los administradores concursales). <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	120	295
— Regulación de los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados: el Real Decreto 1282/2010. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	120	296
— Derecho de salida de la sociedad limitada. <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i>	120	300
— La ley francesa de regulación bancaria y financiera núm. 2010-1249, de 22 de octubre de 2010: “procedimiento de salvaguarda financiera exprés”. Conexión con los LBO. <i>Isabel Fernández Torres</i>	120	301
— Norma Técnica de Auditoría sobre el Valor Razonable. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	120	302
— VIII Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil. <i>Cristina Guerrero Trevijano</i>	120	303

BIBLIOGRAFÍA

— Bibliografía	117	301
— Bibliografía	118	281
— Bibliografía	119	349
— Bibliografía	120	311

RECENSIONES

— Agustín Madrid Parra, <i>Legislación bancaria y del mercado de valores</i> , por Juan Luis Pulido Begines	117	309
— Miguel Iribarren Blanco, <i>La responsabilidad civil por la información divulgada por las sociedades cotizadas (su aplicación en los mercados secundarios de valores)</i> , por Leopoldo José Porfirio Carpio	117	313
— Alberto Javier Tapia Hermida, <i>Las Agencias de Calificación Crediticia. Agencias de “Rating”</i> , por Juan Sánchez-Calero	118	289
— AA.VV., <i>Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles</i> (coord. Rodríguez Artigas), por José Miguel Embid Irujo	118	291
— María Isabel Huerta Viesca, <i>Las mujeres en la nueva regulación de los Consejos de Administración de sociedades mercantiles españolas</i> , por Mónica Fuentes Naharro	118	307
— Nuria Fernández Pérez, <i>El nuevo régimen de la contratación a distancia con consumidores (especial referencia a la relativa a servicios financieros)</i> , por Jorge Moya Ballester	118	311
— Paulo Câmara, <i>Manual de Direito dos Valores Mobiliários</i> , por María Jesús Peñas Moyano	118	317
— Blanca Pardo García, <i>La comercialización por los bancos de productos financieros de terceros</i> , por Isabel Fernández Torres	120	319
— Raúl Lafuente Sánchez, <i>Contratos internacionales electrónicos de fondos de inversión</i> , por Alberto Javier Tapia Hermida	120	323

CRITERIOS ORIENTADORES PARA LOS COLABORADORES DE LA *REVISTA DE DERECHO BANCARIO Y BURSÁTIL*

La *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* publica, con una periodicidad trimestral, trabajos originales de investigación que contribuyan a dar a conocer al mundo académico y profesional las últimas aportaciones en materia de derecho bancario y bursátil, que sirvan de apoyo a las investigaciones que se realicen en este campo y garanticen el impacto de la Revista en el ámbito académico. Los trabajos en ella recogidos reflejan los puntos de vista de las personas o instituciones que los suscriben y no representan la opinión de la Dirección o Redacción de la Revista. Las opiniones en ellos vertidas son responsabilidad exclusiva de sus autores y la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* declina cualquier responsabilidad derivada de los mismos.

El envío de originales supone la aceptación de las siguientes condiciones:

1. Todos los trabajos y libros para reseñaciones deberán remitirse a la sede de la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (C/ Quintana, 2, 2.º, 28008 MADRID), en caso de correo postal, o bien, a la dirección de correo electrónico: rdbb@sanchezcalero.com, a la atención de Mari Carmen Amor.
2. En el caso de su envío por correo postal, los originales deberán presentarse, por medio de un texto impreso, acompañado del correspondiente soporte informático (Microsoft Word).
3. La recepción de los trabajos no implica compromiso alguno para su publicación. La *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* se reserva el derecho preferente de publicar los artículos enviados, presumiendo que los mismos son inéditos y no se encuentran sometidos a evaluación por ninguna otra publicación.
4. El Consejo de Redacción de la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, tras una preselección de los artículos recibidos, someterá los mismos a la revisión de dos árbitros anónimos y externos. Se comunicará a los autores la aceptación o no de los artículos y, si es caso, las indicaciones o sugerencias que los evaluadores hayan efectuado y el autor deba incorporar, indicándole asimismo el volumen y número en que se prevé la efectiva publicación del artículo.
5. Por regla general, los trabajos no superarán las 40 páginas a doble espacio, numeradas correlativamente. El tamaño de letra utilizado será del 12, y deberán ir precedidos de una hoja en la que figure el título del trabajo, el nombre del autor (o autores), situación académica y, en su caso, nombre de la institución científica a la que pertenecen.
6. El trabajo deberá ir acompañado igualmente, de un resumen de su contenido (de 100 a 125 palabras) y entre 4 y 6 palabras clave, todo ello tanto en

castellano como en inglés. A continuación deberá incluirse un «Sumario» que permita identificar los distintos epígrafes y apartados del original.

7. Los trabajos destinados a la Sección «Jurisprudencia», además de contar con el contenido recogido en los números 5 y 6 anteriores, deberán ir precedidos de la cita textual total o parcial (en los términos relevantes para el comentario) de los fundamentos de Derecho de la sentencia comentada.
8. Las notas se incorporarán a pie de página, y si se trata de referencias bibliográficas, aun cuando se mencione el autor en el texto, deberán guardar una numeración única y correlativa para todo el trabajo, debiendo acomodarse a la norma ISO 692/1987:
 - **LIBRO:** AUTOR, *Título de la publicación*, núm. Edición, lugar de publicación, editor, año, página (Ejemplo: SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, Thomson-Civitas, Madrid, 2007, pp. 15 y ss.)
 - **ARTÍCULO:** AUTOR, “Título del artículo”, *Título de la fuente (revista u obra colectiva)*, número, año, páginas (Ejemplo: SÁNCHEZ CALERO, F., “De nuevo sobre la regulación de los grupos de sociedades”, *RDBB*, núm. 77, 2000, pp. 7 y ss.)
9. El autor podrá auto-archivar en el Repositorio de su Institución la versión ya evaluada y aceptada por la Revista transcurridos 12 meses desde su publicación.